T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
DOKTORA POGRAMI

ŞİRKET DEĞERİNİN TEMELLERİ

ŞİRKET DEĞERLEMESİ DERSİ
I. SEMİNER

Hazırlayan

Fevzi Serkan ÖZDEMİR
07922205

Öğretim Üyesi

Doç. Dr. Orhan ÇELİK

ANKARA, 2008

BİRİNCİ BÖLÜM
NEDEN DEĞER MAKSİMİZASYONU?

Finansal piyasalar etkin olmadığında, hisse senedi piyasasının firma değerinin belirlenmesinde güvenilir bir referans olması mümkün olmaz. Piyasalar, firmaların gerçek değerinden sapmalar gösterebilir. Yani, hisse senedi piyasasından gelen sinyaller her zaman güvenilir sinyaller olmadığından, yöneticilerin firmalarını değerlerken daha dikkatli olmaları gerekir.

Yöneticiler, sadece teorik olarak değer yaratmanın ne olduğunu anlamakla kalmamalı, bunun yanında stratejilerle, değer yaratımı arasında somut bağlantılar kurabilmelidirler. Buna göre, yakın geçmişteki finansal performansa daha az odaklanırken, uzun dönemde değerli bir firma yaratabilmek adına güçlü bir firma yaratmaya odaklanmalıdırlar.

Yöneticiler, direktörler kurulu ve yatırımcılar, bu basit gerçeklikleri unutur ve sonuç hep yıkıcı olur. Unutulan gerçeklerin neden olduğu bazı kötü olaylar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- 1970'lerde artan ve azalan holdingler,
- 1980'lerde yaşanan leverage buy out (borçla satın alma)[1] aktiviteleri,
- 1990'larda Japon balon ekonomisinin çöküşü,
- 1998'de yaşanan Güney Asya krizi,
- Internet balonu,
- 1990'ların sonundaki kurumsal yönetişim skandalları

Üzerinde tartışılması gereken konu, uzun dönemli bir bakış açısıyla hisse senedi piyasasının, gerçekten firmaların ve ekonomilerin performansını izleyen bir yapı içinde olup olmadığıdır. Bu noktada bir takım sapmalar söz konusu olabilir. Bu sapmalar temelde sektörel nedenlerle ortaya çıkar ve nadiren iki üç yılı aşan

[1] Leveraged buy-out (LBO); bir süreçtir. Bir girişimci ya da bir grup sermayedarın hedef olarak seçtikleri bir halka açık şirketin borsada işlem gören *likit* hisse senetlerini, şirketin içindeki bir veya birkaç yönetici ile anlaşarak ve beraberce, şirketin bütün hisselerini satın almaları ve bu şirketi halka açık bir şirket olmaktan çıkarmalarıdır. Bakınız s.10.

sapmalar olur. Sapmaların nedeni ise, firmaların, yatırımcıların ve bankerlerin ekonominin ilkelerini göz ardı etmeleri ya da bunların değiştiğini varsaymalarıdır.

A. PİYASALARLA EKONOMİK GELİŞMELER ARASINDAKİ YAKIN İLİŞKİ

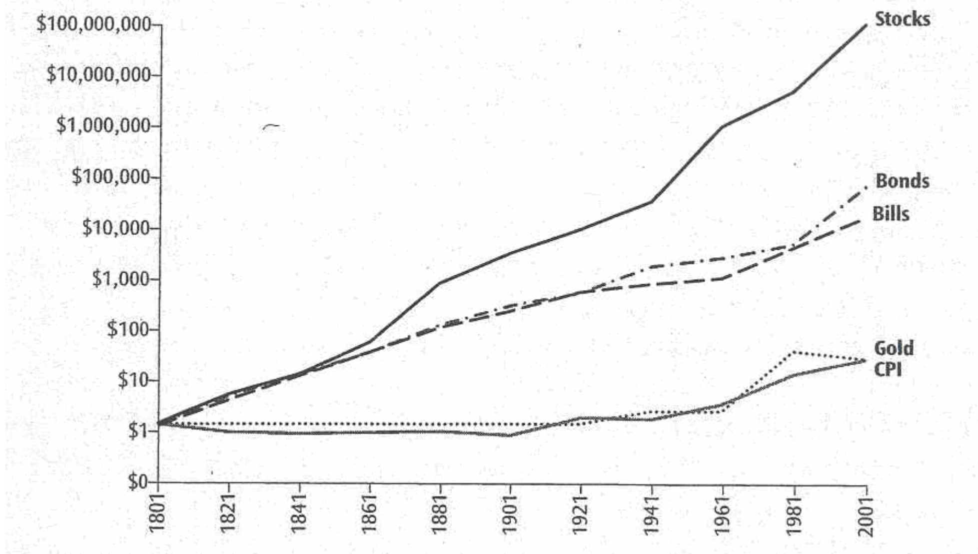
Amerikan hisse senedi pazarında, 1980'den bugüne değin yaşanan gelişmeler, yatırımcıların kafasını hem karıştırmış hem de onları korkutmuştur. 1980 sonrasında, 20 yıllık zaman zarfında, hisse senedi piyasasında fiyatların yükseleceği beklentisi hakim olmuştur. Bu dönemde Standard & Poor's (S&P)'un 500 endeksi Ocak 1980'de 108 iken, Aralık 1999'da 1.469'a yükselmiştir. Temettülere bakıldığında yatırımcıların, yıllık %17 nominal getiri ya da enflasyona göre düzeltildikten sonra yıllık %13 getiri sağladığı, bunun da son yüz yıldaki, yıllık %6,5'luk ortalama getirinin çok çok üstünde olduğu görülmüştür. Fakat 2000 yılının başlarında, birçok yatırımcı özkaynak yatırımlarından daha da yüksek beklenti içine girmeye başlamış iken, piyasada ani ve keskin bir düşüş yaşanmıştır.

Hisse senedi piyasasının performansındaki bu değişimin açıklanması mümkündür. Enflasyon, faiz oranları, GSMH'daki büyüme ve kurumsal karlar, piyasa performansının önemli açıklayıcıları olmaktadır. Ancak bu değişkenler arasındaki ilişkiler *mükemmel* değildir ve değişimin tamamını açıklayamazlar. Çünkü yapılan araştırmalar göstermiştir ki; finansal performansa dayalı değer ve risk sapmaların nedeni, daha çok sanayi ve hizmet sektöründeki firmalarla sınırlı olmak üzere, firmaların yapısından kaynaklanmaktadır ve kısa dönemli bir eğilim göstermektedir. Başka bir ifadeyle, hisse senedi fiyatları sadece makroekonomik gelişmelerden değil, firmaların (sektörlerin) kendine özgü yapısal niteliklerinden de etkilenmektedir.

Hisse senedi piyasalarında sürpriz olan, sadece spekülatörlerin yarattıkları fiyat balonları değil, bundan ziyade piyasanın ekonomik koşullarını yansıtan teknolojik dönüşüm, parasal değişim, siyasi ve ekonomik krizler, savaşlar gibi etkenlerdir. Hisse senedi piyasaları, sadece Amerika'da değil, Avrupa ve Asya'da da, bu bölgelerin farklı ekonomik beklentilerini doğru bir şekilde yansıtmaktadır.

1. Hisse Senedi Piyasalarında Uzun Dönem Getirileri

Amerika'da hisse senetleri piyasasında son 200 yılda ortalama % 6,5 oranında getiri söz konusu olmuştur[2]. Bu zaman zarfında yaşanan spekülasyonlar, iflaslar ya da skandallar zaman zaman kamuoyu nezdinde dikkatleri bu piyasalar üzerine çekmiştir. Örneğin, yüksek teknoloji pazarlarında yaşanan çılgınlık, 1990'ların sonlarında yaşanan muhasebe skandalları, 1987 yılında yaşanan Kara Pazartesi, 1980'lerdeki leveraged buy-out (borçla satın alma) ve tabii ki 1929'da Wall Street'te yaşanan büyük iflas. Tüm bu olumsuz gelişmelere rağmen, hisse senetlerindeki seyre bakıldığında, on yıllar boyunca, düzenli bir getiri trendi sağlandığı görülmektedir.



Şekil 1: Pay Sahiplerinin Getiri Endeksi (1801-2003 Dönemi)

Yaşanan tüm olumsuzlukların şüphesiz hisse senedi getirilerine etkisi olmuştur fakat Şekil 1'de görüldüğü gibi, 1801-2003 döneminde hisse senedi getiri endeksinin yönü hep artış yönünde ve borçlanma kâğıtlarının ve altının daha üzerinde olmuştur. Bunun nedeni üstlenilen risk ve ona bağlı olarak da sağlanan daha yüksek getiri olarak ifade edilebilir.

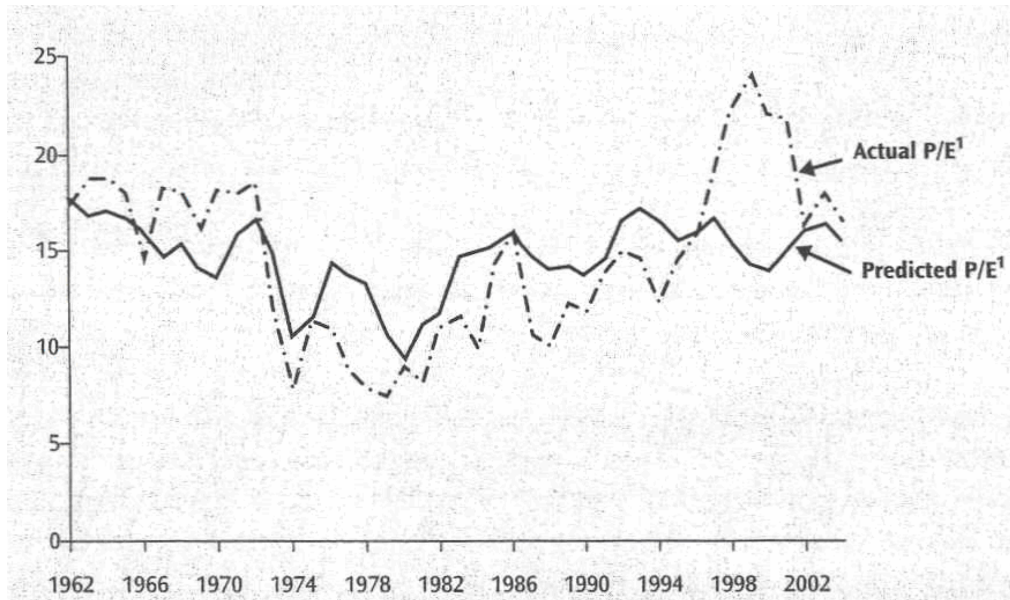
2. Piyasa Fiyatları İle Piyasa Bilgileri Arasındaki Bağ

Son 40 yılın piyasa değerlerine bakıldığında, piyasanın beklenen asıl değerlerine yakın bir seyir izlediği görülmektedir. İndirgenmiş nakit akımları

[2] Ortalama %6,5 luk getiri, enflasyona göre düzeltilmiş getiridir. Tesadüfî bir rakam değildir ve gerisinde firmaların performans yapısı ve yatırımcıların bu firmalara yatırım yaparken bekledikleri getiri ve aldıkları risk bulunmaktadır. (Daha ayrıntılı bilgi için bknz. Koller et all; 2005:6)

yönteminin kullanımı ile Amerikan hisse senedi piyasasındaki ortalama bir firmanın 1962'den 2003 yılına kadar ki esas değerlerinin tahmin edilmesi mümkündür. Firmanın uzun dönemdeki seyri, karın büyümesi, sermaye maliyeti ve sermayenin getirisinin hesaplanmasına yönelik değerlendirmelerde önemli olmaktadır. Fiyat kazanç oranlarının[3] karşılaştırılabilir olması içinse, sabit bir ölçek yardımıyla enflasyonist etkiden arındırmak mümkündür.

Şekil 2'de 1962-2003 döneminde tahmin edilen ve gerçekleşen fiyat-kazanç oranları karşılaştırılmaktadır.



Şekil 2: Tahmin Edilen ve Gerçekleşen Fiyat Kazanç Oranı

Şekil 2'de de görüldüğü gibi, sadece 1990'lı yılların sonunda ortaya çıkan ve birçok internet firmasının iflası ile sonuçlanan balon etkisinin dışında tahmin edilen ve gerçekleşen fiyat kazanç oranları birbirine yakın ve aynı yönde seyretmiştir.

a. 20 Yıl Süren Boğa Piyasasının Gerisindeki Neden

Boğa piyasası, en basit tanımla, hisse senedi piyasasında, talebin arzdan daha çok olduğu ve fiyatların tırmanışa geçtiği dönemi ifade eder. Bu dönemde piyasada iyimser beklentiler hakim olduğundan yatırımcıların hisse senetlerine artan

[3] Hisse senedi birim fiyatının hisse başına düşen net kar' a bölünmesiyle hesaplanan bu oran, basit olarak hissenin değeri hakkında fikir vermektedir. Diğer bir yaklaşımla (F/K) oranı bir hisse senedinin karının kaç katıyla işlem gördüğünü belirten bir çarpandır. Bu oranın düşük (yüksek) olması, hissenin ucuz (pahalı) olmasının bir göstergesi olarak ifade edilebilmektedir.

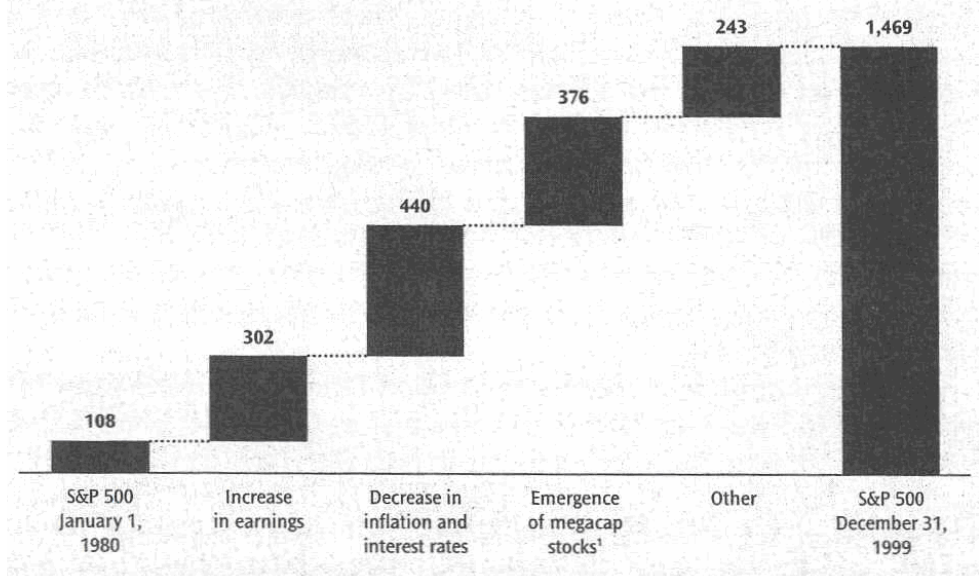
talebi arz değişmediği ya da daha az değiştiği için fiyatların yükselmesine neden olmaktadır.

1980-1999 dönemi, Amerikan hisse senetleri piyasasında boğa piyasasının yaşandığı dönemdir. Bu dönem boyunca yatırımcılar, hisse senedi piyasalarından daha yüksek getiri elde edeceklerini beklemişlerdir. Birçok yatırımcı ve yorumcu yakın geçmişte sağlanan getirinin yükselerek devam edeceğini, çünkü onu engelleyecek herhangi bir durum algılamadıklarını söylemişlerdir. 1999 yılında iki ekonomist, James Glassman ve Kevin Hasset, yayınladıkları kitapla Dow Jones endeksinin 2002-2004 yılları arasında 36.000'e ulaşacağını tahmin etmişler ve bunun dayanağı olarak da 1980'de 700 olan endeks değerinin 1999'da 11.000'e ulaşmış olmasını göstermişlerdir. Onlara göre, yatırımcılar hisse senetlerini daha düşük riskli yatırım aracı olarak kabul etmeye başlamışlar ve bu durum hisse senedi fiyatlarını yukarı çekmiştir. Diğerlerine göre ise, hisse senetlerinin daha fazla benimsenmeye başlamış olması ve daha yüksek talep fiyatları yukarı çekmiştir.

Bu yatırımcı ve yorumcular uzunca süren boğa piyasasının ardındaki nedeni bulmakta başarısız olmuşlardır. Yazarlara göre (Koller et all; 2005), üç etken söz konusudur. Bunlardan ilk ikisi; kazançtaki büyüme ile enflasyon ve faiz oranlarındaki düşmedir. Bu etkenler hisse senedi fiyatlarının etkileyen önemli etkenlerdir. Üçüncüsü ise, 1990'lı yılların sonuna doğru internet balonu ile artan ve mega-kapitalizasyon[4] adı verilen hisselerle ilgilidir.

---

[4] Mega kapitalizasyon; internet kullanımı ile değişen yapıda, yeni kurulan internet şirketlerinin de halka açılarak hisse senetlerinin alınıp satılmaya başlaması, olarak ifade edilebilir.



Şekil 3: S&P Endeksindeki Artış (Ocak 1980-Aralık 1999)

1980 ile 1999 yılları arasında hisse başına kazanç 15$'dan 56$'a yükselmiştir. Eğer fiyat kazanç oranı sabit kalmaya devam etseydi, kazançtaki büyüme, endeksteki 302 puanlık artış kadar olurdu. Yıllık nominal kazanç artışı %6,9 olup %3,2 oranında reel kazanca eşittir. Bu da ekonomideki ortalama reel büyümeye yakın bir değerdir.

Eş zamanlı olarak, Amerika'da faizlerin ve enflasyonun önemli ölçüde düşmesi, uzun vadeli Amerikan borçlanma kağıtlarının 1981'de %15'lerde iken 1999'da %5,7'lere kadar gerilemesi de hisse senedi getirisinin artmasına nenen olan faktörler içinde yer almalıdır. Yüksek enflasyon dönemlerinde firmalar, sermayenin maliyetine uygun bir getiri artışı sağlayamazlar ve son derece düşük fiyat kazanç oranları söz konusu olur.

b. Ayı Piyasası Dönemi: 2000 Sonrası

Ayı piyasası, gelecek hakkında karamsarlığın ve fiyatların düşeceği beklentisinin hakim olduğu piyasa olarak tanımlanabilir. Bu piyasada, yatırımcılar, ellerindeki hisse senetlerini gelecekte daha düşük fiyattan satın alabilecekleri düşüncesi ile satarlar.

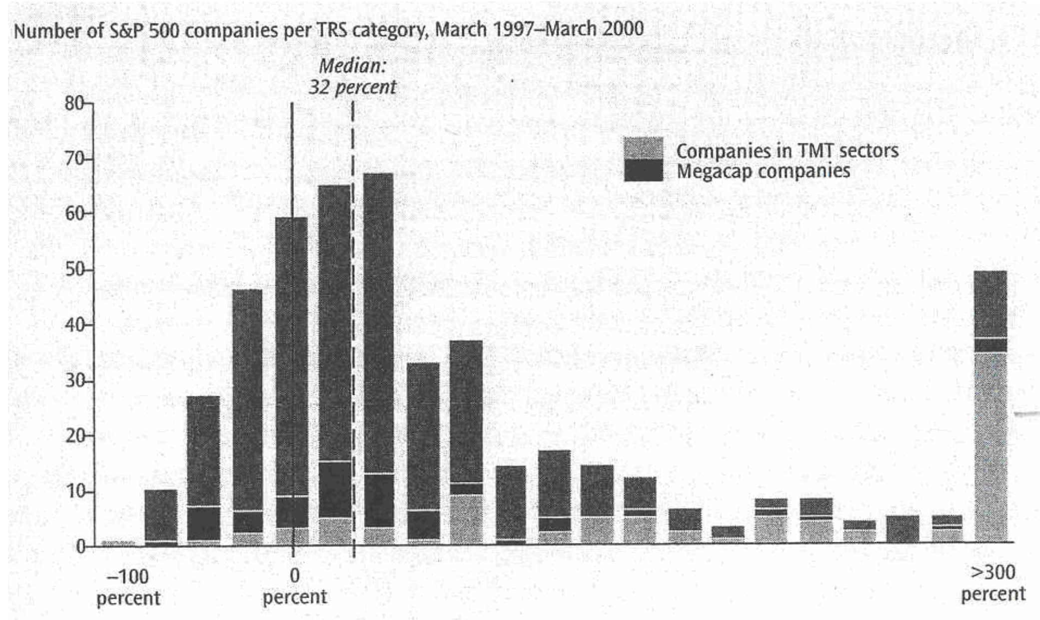
1999 yılının sonlarından 2002 yılının sonlarına kadar olan dönemde endekste %40 oranında düşüş olmuştur. Düşüşün büyük kısmı mega kapitalizasyon hisseleri

ile pazarın diğer kısmında yer alan hisselerin fiyat kazanç oranlarındaki tersine dönüşten kaynaklanmıştır.

1999 yılında, yatırımcılar artık hisse senedi fiyatlarının yıllık %17 oranında yükselmeye devam etmeyeceğini fark ettiler. Öncesinde, yatırımcılar firma karlarının artacağına inanıyorlardı çünkü ekonomi büyüyor, enflasyon ve faizler oldukça düşük seviyelere geriliyordu. Ancak sonrasında bu durumun bu şekilde devam etmesinin hisse senetlerinin fiyat kazanç oranlarını daha da fazla düşüremeyeceğini anladılar.

c. Hisse Senetleri Yatırımcıları Fena Etti

Mart 1997'den Mart 2000'e kadar olan dönemde yatırımcıların getiri dağılımında yayılma olduğu görülmektedir. Aşağıda S&P'un 500 indeksinde, belirtilen dönemde, firmaların getiri dağılımları yer almaktadır.



Şekil 4: TMS ile Mega Kapitalizasyon Firmaları Boğa Piyasasında

Şekil 4'te koyu gri olan çubuklar mega kapitalizasyon firmalarını temsil ederken, açık gri çubuklar teknoloji ve medya sektöründe faaliyet gösteren firmaları temsil etmektedir.

Görüldüğü gibi, dağılım genel olarak normale yakındır ancak, teknoloji ve medya sektörü ile mega kapitalizasyon firmalarının getiri dağılımlarında ortaya çıkan yüksek oranlı getiriler nedeniyle çarpıklıklar bulunmaktadır.

Mart 2000 ve Mart 2003 döneminde ayı piyasası kendini göstermeye başladı ve teknoloji ve medya sektörü odaklı balon tersine döndü. Düşüşün büyük kısmı teknoloji ve medya sektörü hisseleri ile mega kapitalizasyon hisselerinde oldu. S&P endeksindeki 500 firmanın %40'ında ise ayı piyasasına rağmen değer artışı gözlendi.

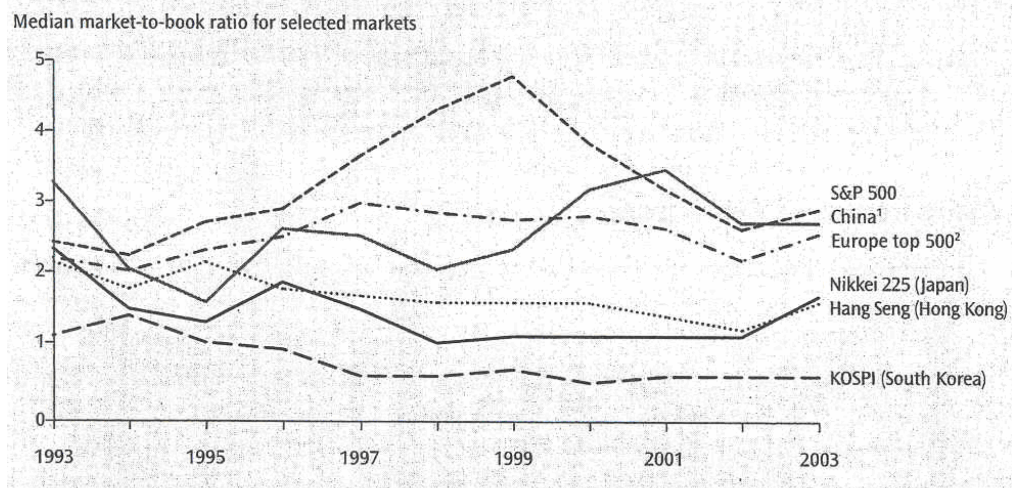
Amerikan hisse senedi piyasası balonu 1990'lı yılların sonunda, büyük bir balon haline geldi ve patladı. Her ne kadar sektörel olarak ortaya çıksa da, balonlar genellikle S&P 500 gibi büyük bir piyasa endeksinin bozulmasına neden olabilecek kadar büyük olmamaktadır.

d. Ülkeler Bazında Karşılaştırma

Her ülkenin temel ekonomik performansındaki farklılık, ülkelerin performansları arasındaki çeşitliliğin de açıklayıcısı olmaktadır. 16 farklı ülkenin hisse senedi piyasalarının 20. yüzyıldaki yıllık reel getiri oranlarına bakıldığında, Belçika'nın yıllık %2,5'luk getiri aralığında olduğu, İsveç'in %7,6, birçok ülkeninse %4,5-%7 aralığında olduğu görülmektedir.

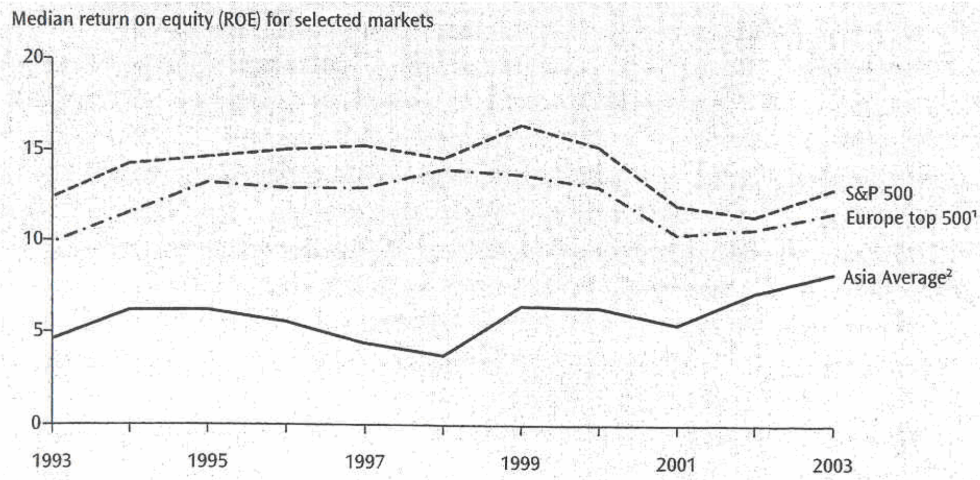
Düşük getirilerin gerisinde, ekonomik istikrarsızlıklar, uzun süren yüksek enflasyonlar, savaşlar ve yenilgiler gibi nedenler yer almaktadır. Güney Afrika ve Avustralya'nın yüksek getiri oranının ardında ise, bu ülkelerin metal ve maden zenginlikleri ve bunlardan sağlanan yüksek kazançlar bulunmaktadır.

Amerika'daki hisse senetlerinin fiyat kazanç oranları ve piyasa değeri/defter değeri oranları Avrupa ve Asya ile karşılaştırıldığında, belirgin bir şekilde daha yüksektir. Bu durum Şekil 5'teki gibidir.



Şekil 5: Amerikan Firmaları ile Avrupa ve Asya Firmalarının Değerleri

Görüldüğü gibi Amerikan firmaları, Avrupa ve Asya firmalarından daha yüksek değerlenmiştir. Muhasebe kuralları, parasal koşullar ve kurumsal yönetişim zamanla değişse de, hisse senetlerinin performansındaki farklılıklar, değerlerindeki, özellikle sermayenin getirisindeki değişimler ile açıklanabilir. Örneğin, Amerikan firmalarının özkaynaklarından sağladıkları getiri düzenli olarak Avrupa ve Asya'daki firmalardan daha fazla olmaktadır. Şekil 6'da Amerika, Avrupa ve Asya ortalaması karşılaştırılmaktadır.



Şekil 6: Amerika'daki Firmaların Kazançları ve Özkaynak Karlılığı

Görüldüğü gibi, yıllar boyunca Amerika'daki özkaynak getirisi diğerlerinden daha fazla olmuştur.

B. SAPMALARIN EKONOMİK ANALİZLER İLE İLİŞKİLENDİRİLMESİ

Sapmalar genellikle kısa dönemli olmakta ve ekonominin belirli bir kısmından kaynaklanmaktadır. Yöneticiler, uzun dönemde değer yaratmak için ve hisse senedi piyasasında ortaya çıkan son trend karşısında üzülmemek için büyük enerji harcarlar. Aslında yöneticiler ve piyasa oyuncuları gözlerini uzun dönemde değer yaratmaya çevirdiklerinde, piyasa balonları meydana gelmektedir. İki ayrı örnek vermek mümkündür: 1980'lerdeki borçla satın alma ve 1990'lardaki internet balonları.

1. Borçla Satın Alma (LBO) Balonu

1980'li yılların başlarında Amerikan Merkez Bankası, enflasyonu kontrol altında tutmak isterken, Amerikan ekonomisi yeniden büyümeye başladı ve firmalar ve yatırımcılar yenilikler konusunda yeniden güven duymaya başladılar.

Piyasalarda iyimserliğin nedeni esas olarak dünyadaki likidite durumundan kaynaklanmaktadır. Ancak sadece likidite bolluğunun iyimserlik için yeterli olduğunu söylemek doğru olmaz. LBO faaliyetleri de hisse senedi piyasasını yukarı iten önemli faktörlerden birisi olmaktadır.

LBO; bir girişimci ya da bir grup sermayedarın hedef olarak seçtikleri halka açık bir şirketin borsada işlem gören hisse senetlerini şirketin içindeki bir veya birkaç yönetici ile anlaşarak beraberce ele geçirmektir. Dolayısıyla LBO, bir süreçtir. Bu süreçte hedeflenen bir şirket düşmanca ele geçirilmektedir. Bu şirketin bütün hisse senetleri satın alınarak adeta halka açılmanın tersine bir işlem gerçekleştirilmektedir.

LBO'ların piyasalar üzerinde yarattığı etkiler de önemlidir. Birinci etki, hisse senedi yatırımcıları ile ilgilidir. Hedef şirketin bütün hisseleri piyasadan toplandığı için, bu hisselerin fiyatında artış olur. Yatırımcı da bu sayede kazanmış olur. Bunun yanında bir hissenin hızla değer kazanması borsada da olumlu bir sinyal olarak karşılanır ve hava pozitife döner. LBO'ların sayısı arttıkça bu hava daha da güçlenir.

LBO'ların ikinci etkisi ise, girişimci bir grup sermayedarın hedef şirketi satın almada kullandığı para ile ilgilidir. LBO'ların 20-40 milyar dolar arasında olduğu düşünüldüğünde bu şirketleri satın almak için gerekli olan para nasıl tedarik edilecektir? Bu noktada girişimcinin borç kullanması için hedef şirketin ya bono

çıkarması ya da sendikasyon kredisi kullanması gerekir. Özsermayenin az olması ise, LBO'nun yürümesi için hedef şirketin borçlanma oranının hızla yükselmesini gerektirmektedir. Hedef şirketin LBO operasyonu sonrasında borç özsermaye oranının yükselmesinin nedeni budur. Bu da kaldıracın büyümesi anlamına gelir.

Bir firmanın artan borç özsermaye oranının, borçlanmanın gizli maliyetleri nedeniyle, kaldıracın bugünkü değerinin, iflas maliyetlerinin bugün değerinin eşit olduğu noktaya kadar iyi, bu noktadan sonra ise olumsuz katkı sağlayacağı ifade edilebilir. Hedef şirketin borç/özsermaye oranının çok büyük boyutlarda olması, bu şirketlerin kredi notunu düşürmektedir. Yani yeni borçlar daha pahalı hale gelir.

LBO faaliyetinin düşmanca bir ele geçirme olduğu, ele geçiren girişimci ya da bir grup sermayedarın, çok az bir sermaye ile koca bir şirketi ele geçirebildiği görülmektedir. Zaten bu sürece LBO denilmesinin nedeni de budur.

2. Internet Balonu

LBO faaliyetlerinden on yıl sonra, internetin kullanılmaya başlaması ve iş dünyasının da internetle tanışması, piyasalar üzerinde de etki yaratmıştır. Netscape İletişim firması 1995 yılında bir kamu şirketi haline gelmiş ve yıllık getirisi 85 milyon dolar iken bu şirketin piyasa kapitalizasyonu 6 Milyar dolara fırlamıştır.

1995-2000 döneminde, internet sektöründeki firma sayısında artış devam etmiştir. Amerika'da ve Avrupa'da halka açılan firma sayısı 4.700'e ulaşmış ve piyasa kapitalizasyonunda milyar dolarlık bir artış yaşanmıştır. Boğa piyasasının etkisiyle, yatırımcılar bu hisseleri çekici bulmuşlar ve yoğun bir talep göstermişlerdir. Bu gelişmeler karşısında Nasdaq'ın teknoloji endeksi, 1997 yılında 2.010 seviyesinden 5.047 seviyesine yükselmiştir. Fakat Aralık 2001'de endeks 1.945 seviyesine gerilemiştir.

Bu gerileme sırasında iflas eden bazı internet firmaları aşağıda sıralanmıştır.

August 2000
Auctions.com
Hardware.com
Living.com
SaviShopper.com
GreatCoffee

September 2000
Clickmango.com
Pop.com
FreeScholarships.com
RedLadder.com
DomainAuction.com
Gazoontite.com
Surfing2Cash.com
Affinia.com

October 2000
FreeInternet.com
Chipshot.com
Stockpower.com
The Dental Store
More.com
WebHouse
UrbanFetch.com
Boxman.com
RedGorilla.com
Eve.com
MyLackey.com
BigWords.com
Mortgage.com
MotherNature.com
Ivendor
TeliSmart.com

November 2000
Pets.com
Caredata.com
Streamline.com
Garden.com
Furniture.com
TheMan.com
Ibelieve.com
eSociety
UrbanDesign.com
HalfthePlanet.com
Productopia.com
BeautyJungle.com
ICanBuy.com
Bike.com
Mambo.com
Babystripes.com
Thirsty.com
Checkout.com

December 2000
Quepasa.com
Finance.com
BizBuyer.com
Desktop.com
E-pods.com
Clickabid.com
HeavenlyDoor.com
ShoppingList.com
Babygear.com
HotOffice.com
Goldsauction.com
AntEye.com
EZBid
Admart
I-US.com
Riffage.com

January 2001
MusicMaker.com
Mercata
Send.com
CompanyLeader.com
Zap.com
Savvio.com
News Digital Media
TravelNow.com
Foodline.com
LetsBuyIt.com
e7th.cm
CountryCool.com
Ibetcha.com
Fibermarket.com
Dotcomix
New Digital Media
GreatEntertaining.com
AndysGarage.com
Lucy.com
US Interactive

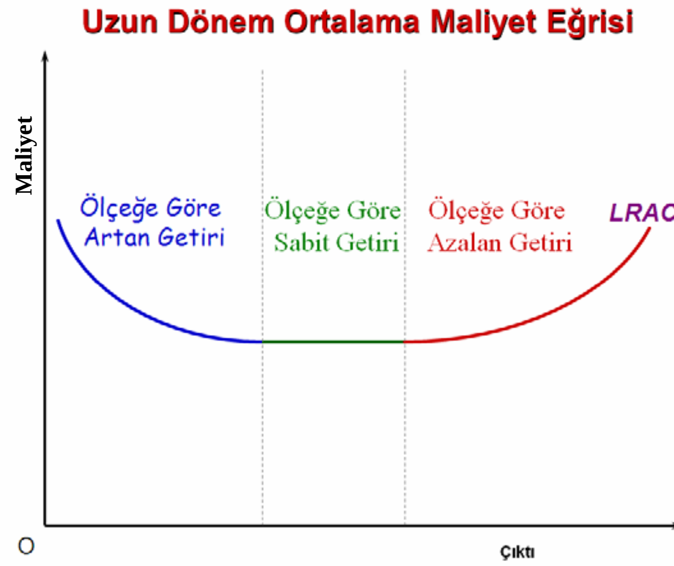
Sources: Johnathan Weil, "'Going Concerns': Did Accountants Fail to Flag Problems at Dot-Com Casualties?" *Wall Street Journal*, February 2001; Jim Battey, "Dot-com details: The numbers behind the year's e-commerce shake-out," *Infoworld*, March 2001.

Carl Shapiro ve Hal Varian, *Information Rules* adlı kitaplarında; her koşulda, bir firmanın büyümesi için, o firmanın ürünlerini talep eden ve satın alan her müşteri için daha değerli hale gelmesi ve firmanın da daha fazla kazanması ve özkaynak başına sağladığı getirinin artması gerektiğini ifade etmişlerdir. Birçok endüstride, rekabet makul seviyelere geri döndü fakat ölçeğe göre artan getiri[5] sağlayabilen endüstrilerde rekabet, daha yükseldi ve o seviyelerde kaldı.

[5] Ölçeğe göre artan getiri; firmanın üretim hacmindeki artış karşısında, üretimde kullanılan girdilerin oransal olarak daha az artması durumu, şeklinde ifade edilebilir.

Örneğin Microsoft Ofis yazılımı ile 7 Milyar dolar kar elde etmiştir. Microsoft Ofis yazılımı tüm zamanların en fazla kar sağlayan ürünü olmuştur. Görülmektedir ki, tek başına sektöre dair beklentiler nedeniyle oluşan iyimser havanın hisse senetlerinin değeri üzerinde etkisi olduğu açıktır ancak, uzun süreli değildir. Buna karşın Microsoft örneğinde olduğu gibi, firmanın karlılığını ve dolayısıyla hisselerinin değerini artıran somut nedenlerin varlığı, uzun süreli olmaktadır.

Microsoft örneği göstermiştir ki, ölçeğe göre artan getiri ekonomik bir anlam ifade etmektedir.



Şekil 7: Ölçeğe Göre Getiri ve UDOM Eğrisi

Shapiro ve Varian, ölçeğe göre artan getirinin koşullarını tanımlamışlardır. Onlara göre anahtar rol, alternatifsizlik ya da müşterilerin firmadan kolaylıkla vazgeçemiyor olmasıdır.

Ekonominin kuralları hakim olduğunda, her zaman olduğu gibi, getirideki rekabet dizginlendi. Internet de tıpkı diğer yenilikler gibi ekonomide bir devrim yarattı fakat ekonominin ve rekabetin kullanılmayan kurallarını kullanılmaz duruma getirmedi. Dolayısıyla, yöneticilerin, yatırımcıların ve bankerlerin, değerin oluşumunda belirleyici olan, ekonominin temel prensiplerini göz ardı etmeleri halinde ortaya nasıl bir sonuç çıkacağını Internet balonunun, bir kez daha gösterdiği ifade edilebilir.

C. KURUMSAL YÖNETİŞİMDEKİ DEĞİŞİMLER VE YATIRIMCILARA ETKİSİ

Kurumsal yönetişim (corporate governance); küçük ve büyük hissedarlar, yönetim kurulu, üst yönetim ve çalışanlar arasındaki ilişkilerin ilkelerini, yetki ve sorumluluk alanlarının dağılımını ve organizasyonunu belirleyen kurumsal yapıların kalitesini, güvenilirliğini ve şeffaflığını kapsar. Kurumsal yönetişim bu kesimler için olduğu kadar kredi verenler, tedarikçiler, müşteriler ve toplum için de önem taşımaktadır. Kurumsal yönetişim, kurumsal güvenin temelini oluşturur.

Hisse senetleri yirmi yıldır düzenli olarak artarken, yatırımcılar da, yönetim kurulu da, CEO'ların hak ettiklerinden daha fazla kazanmalarına göz yummuşlardır. Yatırımcılar üst yönetimin, değer yaratma konusundaki önceliklerini sormada gönülsüz davranmışlar ve arkasından da skandallar baş göstermiştir. Artık yatırımcılar da, piyasa düzenleyiciler de uzun dönemde değer yaratmaya odaklanırken, zarar görmüş yatırımcının, inancını yeniden oluşturmak ve yönetim üzerindeki disiplin önlemlerini yeniden yapılandırmak amacıyla CEO'larla mücadele etme konusunda yer almaya başladılar.

Sarbanes-Oxley düzenlemesi ile Amerikan Kongresi'nde CEO'lar ve CFO'ların finansal tablolar ve iç kontrol süreçlerinde bulunabilmelerine katı düzenlemeler getirilmiştir. Avrupa'da da birçok ülke[6] kurumsal yönetişim ilkelerini uygulamaya başlamıştır[7]. Örneğin Hollanda'da daha önce, yönetim kurulunun seçiminde, kurul kendi kendine seçim yapma yetisine sahip iken, 2004 yılında yapılan radikal bir değişiklik ile yatırımcıların oyu ile seçim yapılması uygulamasına geçilmiştir. Özellikle kurumsal yatırımcılar, yatırım yaptıkları firmalarda daha aktif roller üstelenebilmeye başladılar. Benzer şekilde İngiltere'nin büyük firmalarından birinde, CEO'ların ücretlerinin ortakların önerisi ile seçimi mümkün olmuştur. İzleyen yıl Amerika'da Boeing, Dell, Walt Disney Company, Oracle gibi büyük firmalarda CEO'lar ile yönetim kurulu başkanlarının görevleri ayrıştırılmıştır.

---

[6] Hangi Avrupa ülkelerinde kurumsal yönetişim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığı ile ilgili olarak bknz. http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php (Erişim Tarihi: 18.03.2008)
[7] Ülkemizde kurumsal yönetişim ilkeleri, Temmuz 2003'te uygulamaya geçirilmiştir. http://www.ecgi.org/codes/documents/kyy_tr.pdf (Erişim Tarihi: 18.03.2008)

D. DAHA SAĞLIKLI BİR FİRMA İÇİN DEĞER ODAKLILIK

Neden yöneticilerin birincil amacı, uzun dönemde değer yaratmak olmalıdır? Bir firmanın değer yaratmak adına kendini; daha sağlıklı ve daha güçlü bir ekonomik yapıya, yüksek yaşam standartlarına ve bireysel yatırımcılara daha fazla imkan sağlamaya adaması gerekmektedir. Bu noktada firma için iki ayrı kesim söz konusudur; pay sahipleri ve menfaat sahipleri. Bu ayrım[8] esasen büyük tartışmaların sonucunda gerçekleşmiştir.

Amerika ve İngiltere'de ağırlık kazanan görüş; pay sahipleri firmanın sahipleri, yönetim kurulu ise bunların temsilcilerdir. Dolayısıyla bu temsilciler, pay sahipleri tarafından seçilmelidir ve bunların da amacının pay sahiplerinin değerini maksimize etmek olmalıdır.

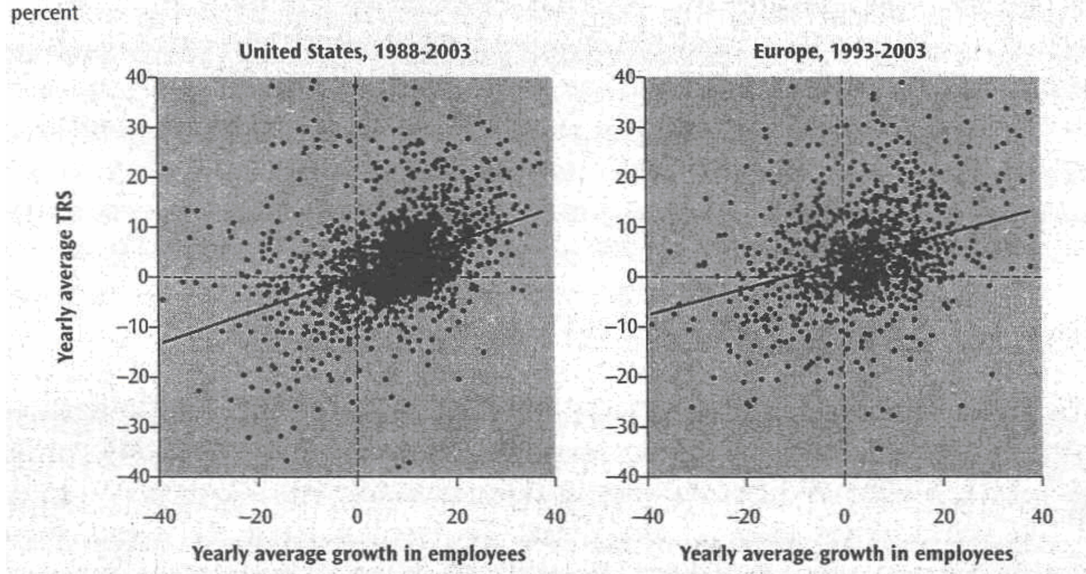
Kıta Avrupa'sı ülkelerinde ise, sadece pay sahiplerinin değil, tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarının birlikte gözetilmesi gerektiği yönünde bir görüş şekillenmiştir.

Esasen hissedar değerini maksimum yapmak demek, menfaat sahiplerini sıkıntıya sokmak demek, değildir. Menfaat sahiplerinden çalışanları ele aldığımızda, bir firmanın karlılığını artırmak üzere çalışanlarına hak ettiklerinden daha az ücret ödemesi, onları sağlayacakları yararlarda cimrilik ederek mahrum bırakması, bu firmanın yüksek kalitedeki personelinin işten ayrılmasına ve işletmenin sıkıntı yaşamasına neden olur. Günümüzde emeğin mobilitesindeki artış ve daha eğitimli işgücü, firmayı daha az karlı hale getirebilmektedir. Eğer firma çalışanlarına iyi davranırsa, çalışan da işletmenin amaçlarına uygun (iyi) davranacaktır. Özetle, işletmenin pay sahiplerinin değerini maksimum yapabilmesinin yolu menfaat sahiplerini de memnun etmekten geçmektedir.

---

[8] Türk anonim şirketler hukukuna, AB hukukunun ünlü "shareholder"/"stakeholder" ayrımını, dolayısıyla pay sahibi yanında, menfaat sahibi kavramını getirmiştir. Bu durum hukukumuza hem çeşitli politikaların uygulanması bakımından stratejik bir derinlik kazandırmakta, hem de sürdürülebilir açılımların yolunu açmaktadır. Menfaat sahibi, şirkete "pay" yani yatırım ile değil, herhangi başka bir doğrudan menfaati ile bağlı, yakın ilgi duyan, şirketi dikkatle izleyen, olup biteni bilmek zorunda olan kişidir. Çalışanlar, alacaklılar, müşteriler ve tedarikçi gibi kişilerle potansiyel yatırımcılar menfaat sahipleri içinde sıralanabilir. Ayrıntılı bilgi için bknz. http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/%C3%9Cnal%20Tekinalp.pdf (Erişim Tarihi: 18.03.2008)

Geçtiğimiz son on beş yılda Amerika ve Avrupa'daki firmaların daha fazla yatırımcı değeri sağladıkları görülmüştür. Şekil 8'de firmalar ve yükselen toplam yatırım gelirleri (TYG) ve aynı zamanda istihdamdaki büyük artış ele alınmaktadır.

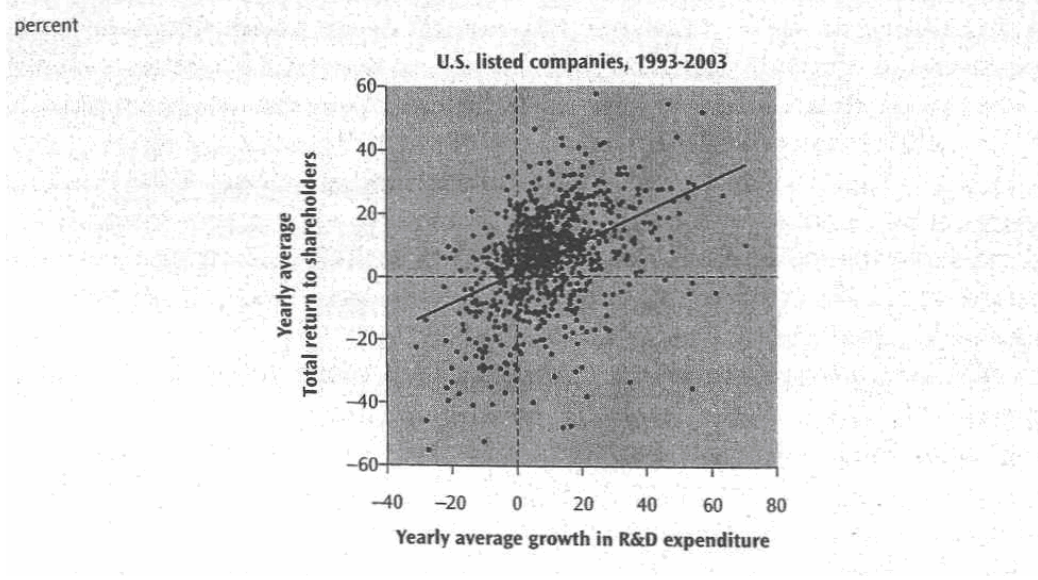


Şekil 8: Toplam Yatırım Geliri ile İstihdam Artışı Arasındaki Korelâsyon

Koller ve Arkadaşları bu testi, tek tek sektörler için de uygulamışlar ve yine genel ekonomi ile benzer sonuçlar elde etmişlerdir.

Koller ve Arkadaşlarının bir diğer eleştirisi; hissedar değeri yaratmanın kısa vadeli bakış açısı ile gerçekleşebileceği vurgusunadır. Onlara göre; ortakların getirisi ile AR-GE yatırımları arasında güçlü ve pozitif korelasyon bulunmaktadır.

Şekil 9'da ortakların getirisi ile AR-GE yatırımları arasındaki ilişki ele alınmaktadır.



Şekil 9: Toplam Yatırım Geliri ile AR-GE Yatırımı Arasındaki Korelâsyon

Daha fazla AR-GE yatırımı yapan firma, hissedarlarına daha fazla temettü kazandırmaktadır. Bu sonuçlar yine hem genel ekonomi hem de sektörler açısından da geçerlidir.

E. İHTİYATLI İYİMSERLİK

Firmaların uzun dönemde değer yaratmaya odaklanmaları hem ekonomi, hem de menfaat sahipleri için olumlu sonuçları beraberinde getirecektir ve firma sermaye piyasalarından hal ettiği ödülü alacaktır. Ancak ne var ki yöneticiler uzun dönemde değer yaratacak harcamaları yaparken, sıklıkla, kısa vadeli sonuçlarda başarılı olma baskısı altında kalırlar ve bu harcamalardan vazgeçebilmektedirler.

Yapılan ankette 451 yöneticiye sorulmuş ve %55'i, için de bulundukları üç aylık dönemin finansal analizlerine dayanarak yapacakların tahminler sonrasında, değer yaratacak projeleri erteleyebileceklerini ya da iptal edebileceklerini söylemişlerdir.

Görülmektedir ki, firmaların yüksek büyümeden, düşük büyümeye dönmesinin nedeni, sıklıkla ortaya çıkan bu baskıdır. Yatırımcılar ise yüksek büyüme için yaygara koparırken; yöneticiler, kısa dönemde artan karlarını korumak ve bunları uzun

dönemli büyüme için kullanmak isterler. Genellikle kısa dönemli çabalarla uzun dönemli başarılar elde edilebilir, her ne kadar zor da olsa.

Belki de yöneticilerin, 1990'ların sonunda kısa dönemli sonuçlarını iyileştirmek adına muhasebe hilelerine başvurmaktan başka bir seçenekleri yoktu. Eninde sonunda hileli karlar, gerçek karlara dönmeliydi ve merak edilen de bunun nasıl olacağı idi. Hileli kazancı örtmeye yeterli ölçüde gerçek kazanç elde edilebilecek miydi?

Hisse senedi piyasaları, her zaman kısa dönemli sonuçlar için her zaman yaygarayı koparacaktır. Tıpkı bir koçun, çalıştırdığı atletin her zaman yüksek performansla koşmasını istemesi gibi. Yani bu baskı her zaman var olacaktır ve kötü bir şey değildir. Önemli olan yöneticilerin kısa ve uzun vadeli değer yaratma tercihlerindeki trade-off ilişkisidir. Belki de çok daha önemli olanı, yönetim kurulunun, yöneticilerin bu konuda gerçekten doğru bir seçim yapıp yapmadıklarını takip etmeleridir.

İKİNCİ BÖLÜM
DEĞER YÖNETİCİSİ

Değer yaratımını yönetmek için, yöneticilerin bir benchmarka ihtiyaçları vardır. Değer yöneticileri, özel insanlardır. Üç aylık dönemlerde belirlenen kazançlardan ziyade, uzun dönem nakit akımlarına odaklanırlar. İşletmenin fırsat maliyetini değerlendirirler; büyüklüğünü, prestijini ve diğer duygusal yönlerini bir yana bırakırlar. Önemli olan, işletmede değer yaratma bilincini oluşturmaktır. Bu amaçla değer yöneticilerinin, firmanın stratejik amaçlarını (işletme portföyünün belirlenmesi, büyük stratejik inisiyatiflerin belirlenmesi ve değer yaratma hedeflerinin tanımlanması) ortaya koyması yetmez, bunun yanında, firmanın değer yaratmak için günden güne yapması gerekenleri de sıralaması gerekir. Bunlar; planlama, performans yönetimi, maaş sistemi ve yatırımcı ilişkilerini içermektedir.

Bu kapsamda; yöneticilerin firmalarını nasıl değer yaratan bir organizasyon haline getirdikleri, nakit akımlarını ve firmanın kazançlarını nasıl artırdıklarını ve yatırımcıların değerlendirmelerini ele almak gerekmektedir.

A. KISIM 1: DURUM

EG firması, satışları 2004 yılında 10,7 milyar dolar olan bir firmadır. 3 adet alt işletmeye ayırmak mümkündür. Bunlar; ConsumerCo, WoodCo ve FoodCo'dur.

ConsumerCo firması, Amerika sathında market ve eczanelere tüketim ürünleri satan bir işletmedir. Pazarda güçlü bir ismi ve payı vardır.

WoodCo firması, sekiz adet küçük mobilya firmasının bir araya getirilmesi ile oluşmuş bir firmadır. EG yöneticileri, faaliyet giderlerini azaltmak amacıyla 2005 yılı itibariyle WoodCo'nun firmalarını tek bir çatı altında toplamaya başladılar.

FoodCo firması, contract food işletmeleri ile fast food zincirleri işletmektedir. 2005 yılının başlarında FoodCo kar elde ettiği halde, korkunç bir rekabet ortamı ile karşı karşıya kalmıştır. Yönetim, ConsurmerCo'nun pazardaki itibarının FoodCo'ya da yarar sağlayacağını ve bu sayede FoodCo'nun sektörde önemli bir oyuncu haline

geleceğine inanmaktaydı. Bu nedenle FoodCo'nun faaliyetlerinde genişleme söz konusu idi.

EG'nin bünyesindeki diğer küçük işletmeler ise şunlardır:

- PropCo; a property development company
- FinCo; a small consumer finance company
- NewsCo; and several small newspaper companies

Son 5 yıl boyunca, EG'nin bir bütün olarak finansal performansı vasat idi. Kazanç, enflasyonun bile gerisinde olup sermayenin getirisi %10'un altında idi. EG taahhütlerini yerine getirme ve büyüme konusunda başarısızdı. Hisse senedi fiyatları da yıllarca gecikmeli olarak değişmişti.

Analistler EG'nin cansız performansından şikâyetçilerdi. Yatırımcılar ise, firmanın düşük kar sağlayan ve yavaş gelişen kısımları nedeniyle hayal kırıklığına uğramışlardı. Bazı analistler, EG iyi bir evlilik yapsın diye girişimde bulundular ancak EG'nin yönetim kurulu ve tepe yöneticileri korktular. Çünkü piyasanın, EG'nin sanılandan çok daha fazla değerli olduğuna inanmalarını sağlayamayacaklarını düşünüyorlardı.

Ralph Demsky on yıl boyunca ConsumerCo'nun başkanlığını yaptıktan sonra, 2005 yılının başlarında, EG'nin başkanı ve CEO'su oldu. Ralph, EG'nin kötü giden vaziyetine aşina bir insandı ve eğer kendi haline bırakılırsa, firmanın değerini artırabilecek büyük fırsatlara odaklanabileceğini aklına koymuştu.

B. KISIM 2: RALPH BİR KURUMSAL STRATEJİSTTİR

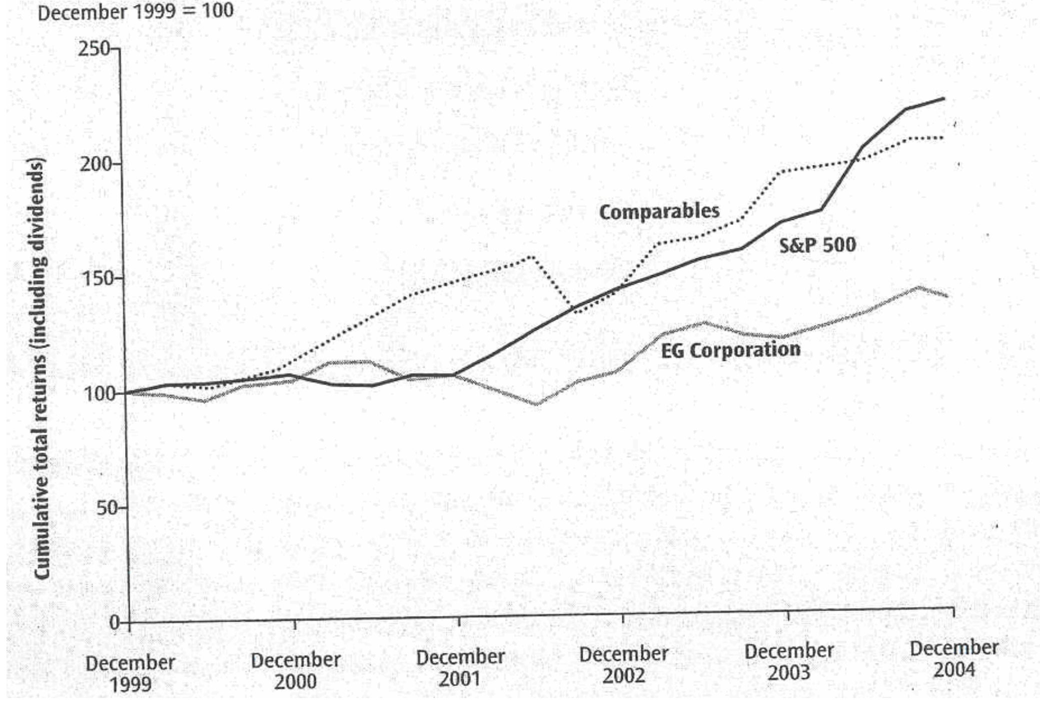
Ralph yeni görevinin daha ilk haftasında, EG'ye değer yaratacak fırsatları değerlemeye başladı. Ona göre, pazarı EG'nin piyasa değerinin, bugünkü değerinin çok daha üzerinde olduğuna inandırmak için acil bazı önlemler gerekmekte idi. Bu amaçla ilk olarak, değer yaratma işinde çalışacak bir ekip kurdu. Bu ekipte, EG'nin CFO'su, büyük işletmelerin başkanları ve başkan olarak da kendisi yer alıyordu. Bu ekip hafta iki kez bir araya gelerek gelişmeleri gözden geçiriyor ve sekiz haftalık sonuçları değerlendiriyorlardı.

Ralph, EG'nin potansiyel değerini 6 aşamalı bir analiz ile belirleme yoluna gitti. İlk olarak, EG'nin bugünkü değerini belirleyerek, EG'nin tarihi performansına ve yürürlükteki planlarına dayalı esas değeri ile karşılaştırdı. İkinci olarak, kurduğu ekip ile kar marjının artırılması, iç getirinin hızlandırılması ve sermaye etkinliğinin artırılması gibi EG'nin değeri artıracak fırsatlarının, neler olduğunun araştırılmasını istedi. Üçüncü olarak, bazı firmaların elden çıkarılması gerektiğine karar verdi. Dördüncü olarak, söz konusu ekip, potansiyel birleşme fırsatları, yeni büyüme inisiyatiflerine ilişkin bilgiler ve bunların firma değeri üzerindeki etkisini tahmin etti. Beşinci olarak, sermaye yapısındaki değişime karşın, değerin nasıl arttığını değerlendirdi.

1. EG'nin Cari Değeri

Ralph EG'nin hisse senedi performansını gözden geçirmeye başladı. Biliyordu ki, EG'nin performansı özellikle son zamanlardaki pay sahipleri için iyi değildi ve getirisi son derece hayal kırıklığı yarattı. Fakat Ralph sistematik bir şekilde pazarın perspektifini ortaya koymak istiyordu ve Ralph'ın ekibi, EG'nin hisse senedi piyasasındaki performansını, finansal perfronsını desteklemek için kullandı. Bu amaçla, yatırımlar ve nakit akımları belirlendi ve gelecekteki performansa ilişkin varsayımlar üretildi.

Ralph, yatırımcıların getirisinin sadece tüm piyasaların getirisinden değil, aynı zamanda karşılaştırılabilir diğer firmaların getirisinin de düşük olduğunu açığa çıkarmıştır. Bu durum Şekil 10'da ele alınmaktadır.

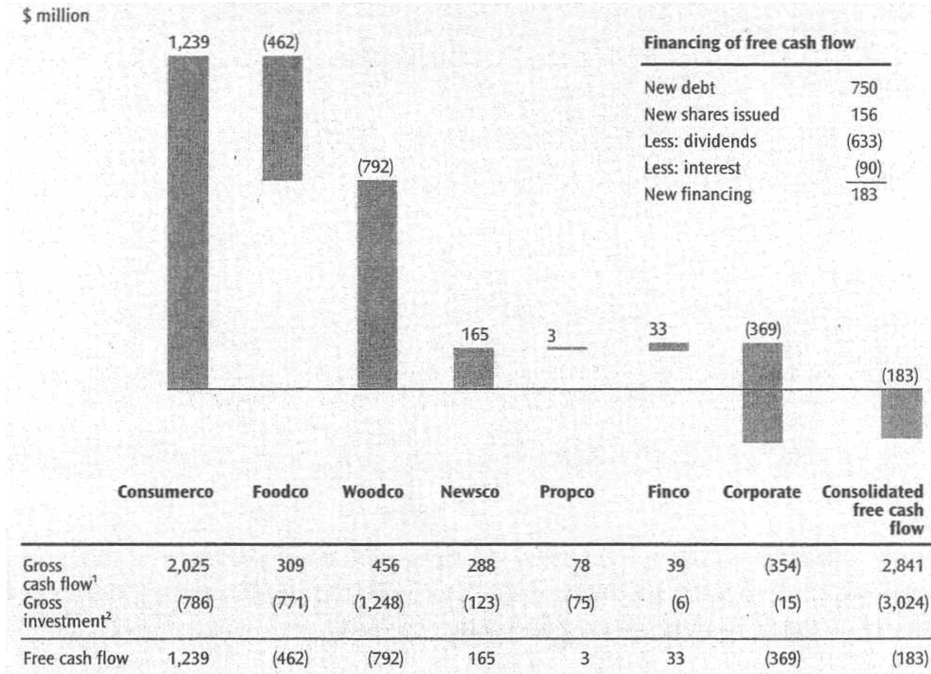


Şekil 10: EG ve Diğer Karşılaştırılabilir Firmaların Hisse Senedi Getirileri

Şekilde, EG'nin değeri, benzer firmalar ile karşılaştırıldığında, EG'nin diğer firmalara göre daha az değerli olması şaşırtıcı değildir. Ralph, aynı zamanda 1999 ve 2004 yılları arasında EG'nin WoodCo'nun çok sayıdaki mobilya işletmesi ile birleştiğini ve EG'nin hisse senedi fiyatlarında buna uygun bir düşüş yaşandığını fark etmiştir. EG'nin değerindeki düşüş, yaklaşık olarak ödenen şerefiye kadar olmuştur. Bunun nedeni, hisse senedi piyasasının bu birleşmeden EG'nin değerinde artış yaratacak bir sonuç meydana gelmeyeceği düşüncesi olmuştur. Yani bu birleşmenin yatırımcılar nezdindeki yansıması, EG'nin zarar gördüğü şeklinde olmuştur.

İzleyen dönemin finansal sonuçlarına bakıldığında, her bir EG firması, yatırdıkları sermaye üzerinden istikrarlı bir getiri elde etmiştir. ConsumerCo ise %30 gibi daha yüksek bir getiri elde etmiştir. Ama buna rağmen ConsumerCo'nun büyümesi enflasyon hızının daha altında olmuştur. WoodCo'nun getirisinde düşüş devam ederken, FoodCo'nun yatırım getirisi düşük olmasına rağmen kazancı büyümüştür.

EG'nin nakit akımı haritası, son beş yıla bakılarak çıkarıldığında Ralph için aşağıdaki gibi bir şekil söz konusu olmuştur.



	Consumerco	Foodco	Woodco	Newsco	Propco	Finco	Corporate	Consolidated free cash flow
Gross cash flow[1]	2,025	309	456	288	78	39	(354)	2,841
Gross investment[2]	(786)	(771)	(1,248)	(123)	(75)	(6)	(15)	(3,024)
Free cash flow	1,239	(462)	(792)	165	3	33	(369)	(183)

Şekil 11: EG'nin 31.12.2004 Tarihli Kümülâtif Nakit Akımları

Şekil 11'de, EG'nin ConsumerCo aracılığıyla serbest nakit akımı yaratırken, bunun büyük bir kısmının WoodCo ve FoodCo tarafından batırıldığı görülmektedir. Geriye çok az bir kısım kalmaktadır, ki bu da ya yeniden ConsumerCo tarafından yatırım için kullanılmakta ya da EG'nin pay sahiplerine temettü olarak dağıtılmaktadır. Son beş yıllık zaman zarfında EG, pay sahiplerine temettü ödemek için borçlanmıştır.

2. EG'nin Değeri

Ralph'ın ekibinin bir sonraki adımı EG'nin portföyünün değerlemekti. Bu amaçla projelerin gelecekteki nakit akımlarından hareketle değerleme yaptı. Bunu yapmak için, ekip üyeleri, satışlardaki büyümeye, kar marjına, çalışma sermayesine ve sermaye harcamaları gereksinimine bağlı olarak her bir firma için nakit akımı modeli geliştirdiler. Finans görevlileri bu arada her bir bölüm için sermaye maliyetini de tahmin etti.

Firmaya ilişkin datalar ortaya çıktığında, ekip iki farklı yolla iskonto edilmiş nakit akımı değerlerini belirlemiştir. Son üç yılda her işletmenin faaliyet sonuçları, ilk olarak extrapolasyon yöntemi ile belirlendi. Bu projeksiyonlar yardımıyla her bir EG

firmasının değeri belirlendi. Şekil 12'de EG'nin ekibin firma için belirlediği değer ile EG'nin piyasa değeri toplamı karşılaştırılmıştır.

	DCF value ($ million)	Invested capital ($ million)	Value created/ (destroyed) ($ million)
Consumerco	5,250	2,100	3,150
Foodco	900	900	–
Woodco	600	900	(300)
Newsco	525	360	165
Propco	375	420	(45)
Finco	75	165	(90)
Corporate overhead	(1,275)	0	(1,275)
Total	6,450	4,845	1,605
Debt	(900)	(900)	–
Equity value	**5,550**	**3,945**	**1,605**
Stock market value	7,200		
Value gap	**(1,650)**		
Percent of stock market value	–23%		

Şekil 12: Tarihsel Verilerle Elde Edilen Değer

EG'nin tarihi performansına dayalı olarak iskonto edilen nakit akımlarının değeri 5,6 milyar dolar iken, piayasadaki değeri 7,2 milyar dolar kadardır. Ralph'ın ekibi anladı ki; FoodCo'nun performansında önemli bir artış olmadıkça EG'ye yatırılan sermayenin getirisi son beş yılın getirisinden de küçük olmuştur.

EG'nin nakit akımlarının yaklaşık %80'inin ConsumerCo'nun nakit akımları olduğu görülmüştür.

Ralph ekibinden, EG'nin performansını mevcut işletme planlarına göre hesaplamalarını da istemiştir ve hem tarihi performansa dayalı hem de mevcut işletme planlarına dayalı olarak iskonto edilen nakit akımları ile belirlenen değerler topluca Şekil 13'te gösterilmiştir.

	Historical extrapolation ($ million)	Business plans ($ million)	Difference (percent)
Consumerco	5,250	6,345	21
Foodco	900	825	(8)
Woodco	600	1,800	200
Newsco	525	600	14
Propco	375	450	20
Finco	75	105	40
Corporate overhead	(1,275)	(1,275)	0
Total	6,450	8,850	37
Debt	(900)	(900)	
Equity value	**5,550**	**7,950**	43
Stock market value	7,200	7,200	
Value gap	**(1,650)**	**750**	
Percent of stock market value	–23%	10%	

Şekil 13: Değer Karşılaştırması

Şekil 13'te görüldüğü gibi, mevcut işletme planlarına dayalı olarak iskonto edilen nakit akımları, tarihi performansa dayalı nakit akımlarından %10 daha büyük çıkmıştır. Bu iyidir, fakat Ralph %10'luk farkın hisse senedi piyasası için beklenen etkiyi yaratmayacağına inanmaktadır. Ralph, EG'nin performansını planlanandan daha fazla artıracak bir şeyler yapma arayışı içinde olmuştur.

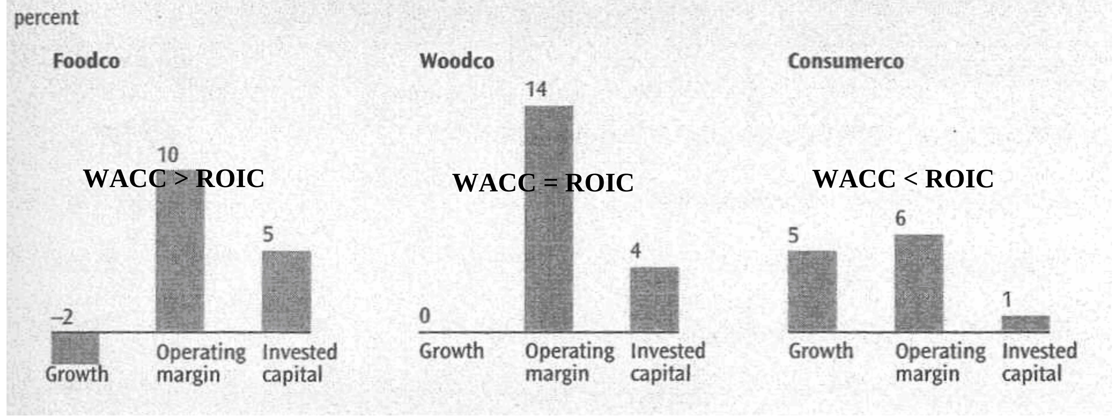
Bu açıdan bakıldığında, Ralph, mevcut işletme planında sorunlar olduğunu görmüştür ve O'na göre; FoodCo'nun değerindeki düşüş karşısında, EG'nin değerini en fazla etkileme gücüne sahip olan ConsumerCo'nun planı, firmanın değerinde %20 artış yaratabilecektir. Yani FoodCo'nun yatırımlarından elde edilen getiri çok düşüktür. Bu nedenle FoodCo'nun yönetimi daha fazla getiriye değil, daha fazla büyümeye odaklanmalıdır. Buna karşın, WoodCo, EG'nin değerini artırmaktadır, tıpkı diğer küçük firmalar gibi.

Bu noktada Ralph, ConsumerCo'nun performansını daha da artırmak ve EG'ye en fazla katkıyı sağlayacak bir yapı oluşturmak istemiştir.

3. İçsel İyileştirmeler ve EG'nin Potansiyel Değeri

Ralph'ın ekibi EG'nin cari değeri belirlendikten sonra bazı agresif plan ve stratejilerle firmanın değeri nasıl daha da artırabileceği yönünde çaba göstermeye başladılar.

İlk olarak satışlardaki %1'lik büyümenin, firmaların faaliyet paylarını yüzde kaç etkilediğini ve nihayetinde sermaye yoğunluğu üzerindeki etkisini değerlendirmek üzere duyarlılık analizleri yaptılar. Bu değerlendirme Şekil 14'teki gibidir.



Şekil 14: Değişimlerin Firmaların Değeri Üzerindeki Etkisi

Şekil 14'te sermaye yoğunluğundaki azalma ve faaliyet marjındaki artış konusunda en duyarlı firmanın FoodCo olduğu görülmektedir. Eğer FoodCo'nun mevcut faaliyet marjı ve sermaye yoğunluğu hızlı büyürse, firmanın değerinde ciddi bir düşüş meydana gelecektir. Büyüme FoodCo için rantabl olmayacaktır. Çünkü FoodCo, kullandığı sermayenin maliyetinden daha düşük getiri sağlayabilmektedir. ConsumerCo'da ise durum, FoodCo'nun tam tersidir. ConsumerCo, yüksek getiri ve nakit akımı sağlama gücüne sahiptir ve bu getiri WACC'tan daha büyüktür. Bu nedenle firma büyümektedir.

Bir sonraki aşamada ise, aynı ekip, EG'nin bünyesindeki tüm firmaları, benzer firmalarla; performansları, verimlilikleri ve yatırımları açısından karşılaştırdı. Bu analizler neticesinde, EG'nin daha yüksek bir performans ile çalışabileceği ortaya konulmuş oldu ve uygulanması gereken bazı önlemler ile sadece ConsumerCo'nun değerinin %25 artırılabileceği belirlendi.

Benzer şekilde WoodCo ve FoodCo'nun da yapması gerekenler belirlendi. Buna göre WoodCo için yapılması gereken; en iyi mobilya firmalarının performansına ulaştıracak önlemler almak, daha iyi bilgi yönetimi ve kontrol sistemine sahip olmaktır. FoodCo'nun faaliyet gösterdiği alanda kabul edilebilir getiri elde eden firma sayısı az olduğu halde, FoodCo'nun, ConsumerCo'nun piyasadaki gücüne rağmen

en azından kısa dönemde bile ölçek ekonomisi ve kabul edilebilir bir getiri sağlayamayacağı belirlenmiştir.

Benzer değerlendirmeler diğer küçük firmalar için de yapılmıştır. Ekibin aynı zamanda bazı seçeneklerin uygulanması halinde maliyetlerde iyileşme sağlanabileceğini de belirlemiştir. Ralph ise %50 oranında maliyet tasarrufu gerçekleştirilebileceğine inanıyordu.

Ralph'a göre EG'nin potansiyel değeri 10,9 milyar dolar idi ki, bu değer mevcut piyasa değerinin %50 daha üzerinde bir değer idi. Şekil 15'te EG'nin potansiyel ve planlanan değerleri ele alınmaktadır.

	Historical extrapolation ($ million)	Business plans ($ million)	Potential value ($ million)	Improvement (percent)
Consumerco	5,250	6,345	7,920	25
Foodco	900	825	900	9
Woodco	600	1,800	2,400	33
Newsco	525	600	645	8
Propco	375	450	480	7
Finco	75	105	105	0
Corporate overhead	(1,275)	(1,275)	(675)	NA
Total	6,450	8,850	11,775	33
Debt	(900)	(900)	(900)	
Equity value	**5,550**	**7,950**	**10,875**	37
Stock market value	7,200	7,200	7,200	
Value gap	**(1,650)**	**750**	**3,675**	
Percent of stock market value	–23%	10%	51%	

Şekil 15: EG'nin Potansiyel Değeri ile Planlanan Değeri

Ralph ve ekibi, firmaların performanslarında artışa neden olacak bu değişimler ile rahatlamaya başladılar. Artık bir sonraki adım, firmanın değerindeki artışı yeni sahiplerine satmak ya da bölüştürmekti.

4. Diğer Sahipleri İçin EG'nin Potansiyel Değeri

Ralph'ın ekibi bir satış fiyatı tahmin etmek için, EG'nin dışsal değerini dört farklı senaryo ile analiz etti. Bunlar:

- Stratejik bir alıcıya satış,
- Yeni bir şirket kurma veya bölünme,
- Borçla satın alma faaliyeti,
- Likiditasyon

Şekil 16'da farklı senaryolar ile ulaşılacak sonuçlar gösterilmektedir.

	Strategic buyer ($ million)	Spin-off ($ million)	LBO ($ million)	Liquidation ($ million)	Highest value ($ million)
Consumerco	9,750	6,000	7,500	N/A	9,750
Foodco	1,050	840	870	780	1,050
Woodco	465	165	N/A	75	465
Propco	525	N/A	N/A	390	525
Finco	105	75	N/A	150	150
Newsco	570	420	540	N/A	570
Total					**12,510**
Debt					(900)
Equity value					**11,610**
Taxes and costs					3,000
Net proceeds					**8,610**

Şekil 16: İşletme Dışı Tahminlerle EG'nin Farklı Değerleri

Bu senaryolardaki değerlerin belirlenmesinde, her bir EG İşletmesi'nin, hisse senedi borsada işlem gören benzer işletmelerle karşılaştırılması yapılmıştır. Hisse senetlerinin cari piyasa değerlerinden yararlanılmıştır.

Ralph, ekibinin ortaya koyduğu sonuçları gözden geçirmiş ve sonuç olarak ConsumerCo'nun EG'için ifade ettiği değerin, başkaları için ifade edeceği değerden daha düşük olduğu kanaatine varmıştır. Ona göre bir şirket birleşmesi, kesinlikle maliyet tasarrufu sağlayacaktır.

Örnğin ConsumerCo'nun birleşeceği diğer firmanın pazarlama uzmanlarının ConsumerCo'nun ürünlerini de pazara yaymak için büyük çabalar göstereceği, bunun da ConsumerCo'ya maliyet tasarrufu getireceği düşünülmüştür. ConsumerCo, ürünleri piyasada talep gören bir firma olduğu için bu konuda zaten tembel davranıyor idi.

Ralph'a göre tüm faktörler dikkate alındığında ConsumerCo'nun değeri stratejik bir alıcı için 9,7 milyar dolardan da fazla olacaktı. Bu fiyat ConsumerCo'nun mevcut değeri olan 6,3 milyar doların çok çok üstünde bir fiyattır. Hatta Ralph'ın ekibi, yapılacak planlamalar ile bu değerin 7,9 milyar dolara artırılabileceğini belirlemişlerdi.

ConsumerCo'nun, EG içinde en büyük değer sahip olan firma olması ve başkalarınca, bu denli değerli olması, bu işletmenin düşmanca ele geçirilme tehdidi altında olduğu anlamına gelmektedir.

Diğer EG firmaları için de çekici fırsatlar söz konusu olabilirdi. Örneğin FoodCo ile ilgili olarak Ralph'ın ekibi, FoodCo'nun çekici bir restoran firması olabileceğini, iyi bir yönetim ve dönüşümden sonra karlılığının artırılabileceğine inanıyordu. Ancak FoodCo'nun, EG'nin bu büyük işletme planlarına uygun olmaması nedeniyle, öncelikli olarak satılmasına karar verildi.

WoodCo, küçük mobilya firmalarına satılabilirdi. Fakat ekip, WoodCo'yu iyileştirmenin tam ortasında, potansiyel alıcıların firmanın değerinde düşme oluyor şeklinde düşünmelerinden korkarak kısa süre içinde satışına karar verdi. Eğer iyileştirme başarılı olabilirse, WoodCo'nun 12-18 ay içinde daha yüksek bir fiyat ile satılabilirdi. Ama Ralph, son noktayı koydu ve WoodCo'nun performansının iyi olduğunu söyleyerek bir süre daha korunmasından yana oldu.

5. Finans Mühendisliğinin Potansiyel Değeri

Ralph, CFO'su ile geliştirdiği agresif planın borçla finanse edilmesi durumunda ortaya çıkacak vergi avantajını değerlendirdi. EG, S&P'dan AA notu aldı ve EG, yatırım yapılabilecek güçlü bir firma olma kıvancını yaşadı.

Aslında borçlanma, daha çok nakit akımı yaratmakta zorlanan firmaların başvurduğu bir yoldur. Aynı zamanda yatırım gereksinimi ve sabit harcamalarını karşılama ihtiyacı içinde olan firmalar da borçlanma yoluna gitmektedir.

EG, oldukça büyük ve istikrarlı bir nakit akımına sahip idi, ki bu EG'ye yüksek borçlanma gücü sağlıyordu. EG, gerçekten büyük bir borç yükünü taşıyabildi ve EG'nin gelişimi mümkün oldu. En azından Ralph, 1,5 milyar dolarlık borç ile hisse senetlerini geri çağırdı. Bu, EG'nin sermaye yapısında artan borç ile sağladığı önemli bir vergi avantajı yarattı. Sonuç olarak hissedarların bugünkü değerinde yaklaşık 600 milyon dolar artış sağlandı.

Ralph'ın aldığı bir diğer önemli karar ise; gayrimenkul gibi alınıp satılabilir varlıklar ile ilgilidir. Bunlara yapılan ödemelerin pay sahipleri için değer artırıcı olma olasılığı düşüktür. Kaldı ki yöneticilerin dikkatini başka bir yöne çektiği için de bunlara yatırım yapmama yönünde karar almıştır.

6. EG'nin Yeni Kurumsal Stratejisi

Ralph'ın ekibi, EG'nin değerini artıracak stratejileri çok yönlü olarak analiz etmiştir. Buna göre her bir firma için yapılması gerekenler aşağıdaki gibidir:

Firma	**Uygulanacak Strateji**
ConsumerCo	• Fiyat artırımı • Reklam yatırımı • Yeni ürünlere yatırım • Satış gücü yapılandırması • Akılcı ve özellikli pazarlama • Üretim maliyetlerinde iyileştirme
FoodCo	• Stratejik bir alıcıya satma
WoodCo	• Hızlı iyileştirme • Üst segmente çıkma yerine, temel mobilya ürünlerine odaklanma
PropCo	• Elden çıkarma
FinCo	• Kredi portföyünü satma • Diğer faaliyetleri küçültme
NewsCo	• Elden çıkarma
Corporate	• Sorumlulukların paylaşımı • Maliyetlerden %50 tasarruf
Yeni Büyüme Olanakları	• Tanımlanmalı
Finansmanı	• BBB notu alana değin borçlanma (Borcu 1,5 milyar dolara çıkarma)

Eğer Ralph bu planı başarılı bir şekilde yönetebilseydi, EG'nin pay sahipleri için büyük kazançlar söz konusu olabilirdi. Şekil 17'de, EG'nin bugünkü kazancının iki katından bile daha büyük olan kazancın kaynakları gösterilmektedir.

	Historical extrapolation ($ million)	New corporate strategy ($ million)	Difference (percent)
Consumerco	5,250	8,700	66 operating improvements
Foodco	900	1,050	17 sale
Woodco	600	2,400	300 consolidation/sale
Newsco	525	570	9 sale
Propco	375	480	28 sale
Finco	75	135	80 liquidation
Corporate overhead	(1,275)	(675)	47 cuts
Debt tax benefit	NA	600	NA
Total	6,450	13,260	**106**
Debt	(900)	(900)	
Equity value	**5,550**	**12,360**	**122**
New growth opportunities	0	2,400+	
Equity value with new growth opportunities	**5,550**	**14,760**	**166**

Şekil 17: Yaratılan Değer İçin Yeniden Yapılanma

C. PART 3: BİR DEĞER YÖNETİCİSİ OLARAK RALPH

EG yeni kurumsal stratejisini açıkladığında, hisse senetlerinin fiyatı birden fırladı. Hisse senedi piyasası yatay bir seyir izlerken, EG'nin hisselerinde %40'lık bir artış yaşandı.

Ralph ve ekibi sonuçlardan memnundu, ancak Ralph bazı EG firmalarını elden çıkardığı için pişman olmuştu. Tüm başarılarına rağmen Ralph, tamamlaması gereken daha birçok iş olduğunun farkındaydı. Firmanın değerinin kalıcı olmasını sağlamak amacıyla yerine getirilmesi gereken beş ileri adımı planladı:

- Değer yaratma konusunda planlamaya odaklanmak ve yatırım analizleri yapmak,
- Değere dayalı hedefler geliştirmek ve performans yönetim sistemleri kurmak,
- EG'nin ücret sistemini yeniden yapılandırmak ve pay sahibi değeri yaratmayı vurgulamak,
- EG'nin planlarındaki değer yaratımı konularını, açık ve düzenli bir şekilde yatırımcı ve analistler ile değerlendirmek,
- Firmanın CFO'sunun rolünü yeniden şekillendirmek.

1. Değer Yaratma Konusunda Planlama ve Yatırım Analizleri

Ralph, EG'nin ne kurumsal olarak ne de tek tek işletme düzeyinde değer yaratma konusunda çok başarılı olmadığını fark etmişti. Bunu değiştirmek için, tüm tepe yöneticilerine değer yaratımı konusunda sorumluluk yükledi. Değer analizi tüm işletmeler için bir ihtiyaç idi ve aslında yöneticiler altıgen yapıyı yıllık tabanlı değer yaratımları için kullanabilirlerdi.

EG, DCF yöntemi ile en azından beş yılda bir sermaye harcamalarını belirlemekteydi. Fakat Ralph, iki probleme işaret etti. Birincisi; sermaye harcamaları ne stratejik planlar ne de faaliyet planları ile sıkı sıkıya bağlı değildi. Bu nedenle, sermaye harcamaları önerilerini değerlendirmek zor olmaktaydı. Ralph, bu harcamalarla strateji ve faaliyet planları arasında yakın bir bağ kurmak istedi.

İkinci sorun ise, EG'nin birleşmelerdeki değerlemeler sırasında yaşadığı büyük başarısızlıklardır. EG, 1980'lerde WoodCo ile birleşimi sırasında çok büyük paralar ödemişti. Ralph'a göre; EG'nin pay sahiplerinin nakit akımlarının değeri, EG'nin fiyatından daha yüksek olmalıdır. Aksi halde Ralph, birleşme yanlısı olmayacaktır.

2. Değere Dayalı Hedefler Geliştirmek ve Performans Ölçüleri Koymak

Ralph, yöneticilerinin faaliyetlerini yönlendirmelerinde açık hedeflere ve performans ölçülerine ihtiyacı olduğunu biliyordu. Hisse senedi fiyatı temel bir ölçüt olmadığı halde, özellikle birim yöneticileri için gerekliydi.

Kurumsal strateji analizi sürecinde Ralph, işletmenin değerine etki eden faktörleri öğrendi. Bunlar: uzun dönem getirisinin büyüme potansiyeli ve yatırılan sermayenin getirisidir (ki bu sermaye maliyeti ile de ilişkilidir.) Yatırılan sermayenin getirisi (ROIC[9]); vergi sonrası karın, toplam çalışma sermayesi ve sabit varlıklara bölünmesi şeklinde belirlenmektedir.

Ralph, gelirdeki büyüme ve ROIC'in standart ölçütler olduğunu ve EG'nin gerek kurumsal gerekse işletme bazındaki, finansal ve performans hedeflerinin kurulmasında her ikisinin de kullanılabileceğini biliyordu. Fakat bunu tek başına değil,

[9] Return on investment capital.

işletmenin kendi özel karakteristikleri ile de ilişkilendirerek kullanmak istiyordu. Çünkü farklı işletmelerin farklı özellikleri vardı. Hepsi için aynı ölçütün anlamlı olmayacağını düşünüyordu. Ona göre, her bir işletmenin öncelikle hedeflerin ne olduğunu anlaması ve sonrasında belirlemesi gerekiyordu.

Ralph, ROIC ve onun gibi diğer muhasebe tabanlı ölçütlerin kısa dönemde maniple edilmelerinin kolay olduğu düşüncesi ile bu ölçütlerin tek başlarına iyi bir ölçüt olmayacaklarını düşünmüştü.

Ralph, işletmelerdeki birim yöneticilerinin uzun dönemde değer yaratmaya odaklanmaları gerektiğinden emindi. O, birim yöneticilerinin uzun dönemli harcamalar yaparak bir iki yıl içinde ROIC'i şişirmelerini istemiyordu. Bu nedenle Ralph, ROIC hedefleri ile stratejileri birleştirdi. Satış ve pazarlama yönüyle; fiyat, pazar payı ve yeni ürün hedefleri koyarken, faaliyetler yönüyle de; birim maliyet, kalite ve teslimatın zamanındalığı gibi hedefler koydu.

Ralph'ın bu girişimi gerçekten hedefler ve performans arasında bütünleşik bir sistemin kurulmasına neden oldu ve finansal bilgiler ile dışsal piyasa bilgileri biraya getirilmiş oldu.

3. Yatırımcılarla İletişim Stratejisinin Geliştirilmesi

Ralph, Wall Street Analistleri ve yatırımcılarla yaptığı çalışmalar sonucunda kredibilitesini yapılandırmayı planlıyordu. Bu nedenle de Yatırımcıların ve analistlerin EG'nin performansı ve geleceğine ilişkin tam olarak ne düşündüklerini bilmek istiyordu.

İlk olarak, firmanın değerinin doğru bir şekilde değerlenebilmesi için piyasa bilgileri, Ralph'a yardımcı oldu. İkinci olarak, Ralph piyasanın canlı olduğunu biliyordu ve sektöre ve rekabetçilerine ilişkin bilgileri de oradan alıyordu. Ralph yatırımcılarına ve yatırımcı birliklerine aynı şekilde davranıyor ve bunu da müşterileri ve çalışanlarına gösteriyordu. Ona göre yönetici, piyasanın firma hakkında ne düşündüğünü anlamadıkça, piyasadaki konumunu iyileştiremez idi.

Ralph öncelikle, EG'nin yatırımcı ilişkilerinin muhasebe kazancına odaklanmasını istedi. Fakat öğrendi ki, yatırımcılar, muhasebe kazançlarından ziyade bu kazancın nasıl oluştuğu ile ilgilenmekteydi. Bu nedenle yatırımcılara yönelik düzenlenen bir konferans ve dağıtılan materyaller ile EG'nin sonuçları yatırımcılara izah edildi.

4. CFO'nun Rolünü Yeniden Belirleme

Ralph, CFO'nun rolünü yeniden şekillendirmek istiyordu. Değeri yönetmek, birçok işi özellikle işletme stratejisi ile finansal stratejileri birbiri ile sıkı sıkıya ilişkilendirmeyi gerektirdiğinden, Ralph, CFO'nun güçlü bir niteliğe sahip olması gerektiğini düşünüyordu.

Mevcut CFO'nun emekli olmasının ardından, Ralph bu pozisyona kurumsal stratejiler ve finansal sorumlulukları harmanlayabilecek birini atamak istiyordu. Yani yeni CFO, normal finansal çabaları ve raporlamaların yanı sıra özellikle yeni bütünleşik sistemden de sorumlu olmalıydı. Aynı zamanda CFO, yöneticileri planlama ve değer yaratma konusunda çalıştırabilmeliydi.

Yatırımcılar ve menkul kıymet analistleri EG'nin stratejileri ve değeri hakkında çok daha açık bilgiler istemekteydiler. Ralph'a göre, uzun dönemde, CFO'nun başarısı, pay sahiplerine giden daha yüksek getiri, firmanın değer yaratan aktivitelerindeki genişleme ve EG'nin finansal birlikteliğindeki yapılanma ile ölçülebilirdi.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
DEĞER YARATMANIN TEMEL İLKELERİ

Bu bölümde, değerin temelleri ve değer yaratma konusunda açıklamalara yer verilmiştir. İlk kısımda, değer yaratımı Fred's Hardware'in hikâyesi ile anlatılırken, ikinci kısımda değer ve değer yaratımının modeli geliştirilmiştir.

A. HIRDAVATÇI FRED

Fred hırdavatçıdır ve işletmesi dikkate değer bir dönüşüm içine girer. İşi büyütüp artık mobilya ve bahçe malzemeleri de satmak ister. Fred, genişleme için ihtiyaç duyduğu ilave kaynağı ise halka açılarak sağlayacaktır.

1. Hırdavatçı Fred ve Gelişiminin İlk Yılları

Fred, işletmesinin finansal performansını değerlendirmek istemiştir. Bu amaçla yatırdığı sermayenin getirisini (ROIC'i) ölçmesi gerektiğini, bunu da vergi sonrası faaliyet karını, yatırdığı sermaye ve sabit varlıklarına bölmek suretiyle hesaplayabileceğini öğrenmiştir. Ancak bu bir karşılaştırma için yeterli değildir ve bunu karşılaştırmak için yatırdığı parayı, başka bir yatırım alternatifi ile değerlendirse idi elde edeceği getiri ne olacaktı? bunu da belirlemeli değerlendirme sırasında dikkate almalıydı.

Fred, ROIC'i %18 olarak belirledi. Eğer yatırım yaptığı paraya, aynı risk düzeyindeki hisse senetlerinden satın alsaydı, % 10 getiri elde edeceğini de hesapladı. Arada %8'lik bir fark olduğunu görünce de sevindi.

Fred, ROIC ne kadar büyük olursa o kadar iyi olur düşüncesiyle, toplam ROIC'i artırmaya yönelik bir fikir geliştirdi kafasında: O'na göre, %14 getiri sağlayan ve diğerlerine göre daha az getiri sağlayan firmayı kapatırsa, ROIC ortalaması da yükselecekti.

Ancak ROIC'in belirleyicisi, sadece bunu sağlayan firmaların kazançları değildir. ROIC, sermaye maliyeti ile de ilişkilidir ve bu nedenle hem yatırımda kullanılan sermayenin miktarı, hem de sağladığı kazanç birlikte değerlendirilmelidir.

	ROIC (percent)	WACC[1] (percent)	Spread (percent)	Invested capital ($ thousand)	Economic profit ($ thousand)
Entire company	18	10	8	10,000	800
Without low return store	19	10	9	8,000	720

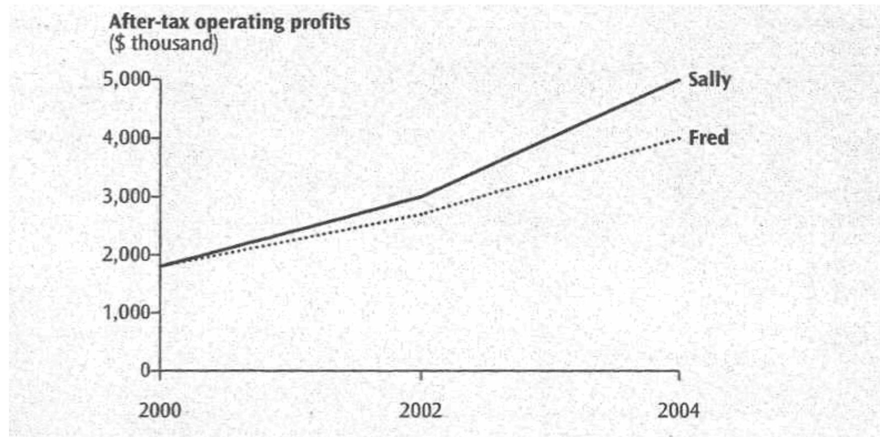
[1]Weighted average cost of capital.

Şekil 18: Hırdavatçı Fred'in 2000 Yılı Ekonomik Karı

Şekil 18'de de görüldüğü gibi, Fred örneğinde, kazancı düşük olan firmanın kapatılması durumunda, ROIC ortalaması % 19'a yükselse de, ekonomik karın 80.000 dolar azalması, Fred'in bu tercihinin kendisi için rasyonel olmayacağını göstermektedir. Bunun nedeni şudur: Bu firma, her ne kadar daha düşük getiri sağlıyor diye ROIC ortalamasını azaltsa da, hala sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlamaktadır ve toplam da işletmenin ekonomik karı yükselmektedir. Bu nedenle sadece ROIC'e bakmak anlamlı olmaz. Önemli olan elde edilen getirinin, sermaye maliyetinden yüksek olup olmadığıdır ve uzun dönemde amaçlanması gereken şey de: *ekonomik karın maksimizasyonudur*, ROIC'in değil.

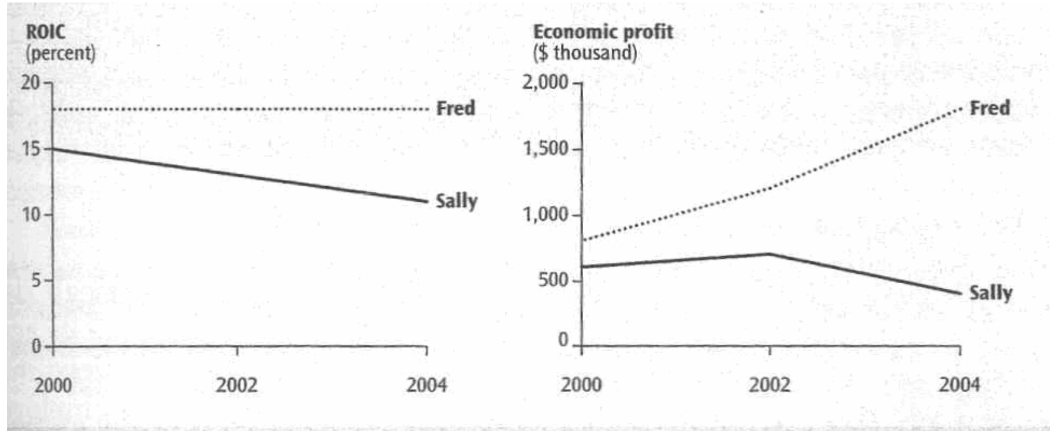
Bir başka örnek de şudur: 1 milyon dolar sermayeden % 20 getiri elde etmek ile, 1.000 dolar sermaye üzerinden %50 getiri elde etme seçeneklerini değerlendirildiğinde, "birçok insan" birinci seçeneği tercih edecektir. O halde sadece oran değil, getirinin tutarı da önemlidir.

Fred birkaç hafta sonra kız kardeşi Sally'nin agresif genişleme planını değerlendirmek üzere geldi. Elinde aşağıdaki faaliyet karı projeksiyonu vardı.



Şekil 19: Fred ve Sally'nin Faaliyet Karı Tahmini

Sally, bu genişlemeyi, verimlilikteki artışla değil, tamamen yeni sermaye ile gerçekleştirecekti. Bu durum aşağıda görüldüğü gibi Sally'nin işletmesinin hem ROIC'ini hem de ekonomik karını düşürecek idi. Bunun nedeni; ne olabilirdi?

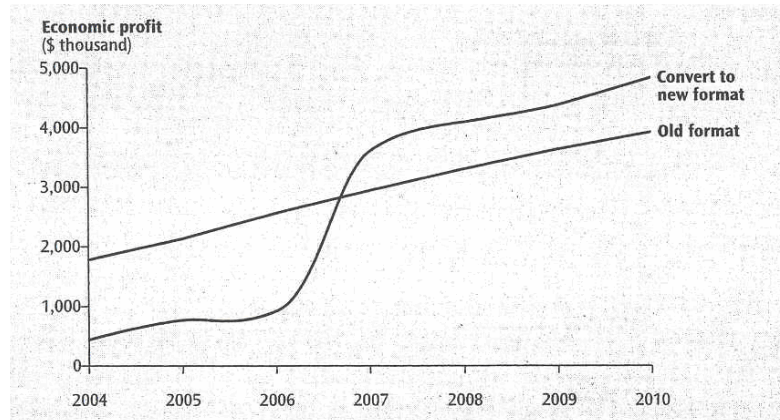


Şekil 20: Fred ve Sally'nin Tahmini Ekonomik Karları ve ROIC

Yatırılan sermaye arttıkça ROIC azalır. Vergi sonrası faaliyet karı artarken, ekonomik karın azalmasının nedeni ise, Sally'nin yatırdığı sermaye birimi başına, Fred kadar getiri elde edemiyor olmasıdır. (?)

2. Fred'in İşletmesinde Büyüme

Fred yoluna karlı bir şekilde devam ederken, yeniden ortaya çıktı ve bu sefer de işletmesini Süper Hırdavatçı Fred yapmak istedi. Fred, projesinin sonuçlarını gösterdi. Sonuçlar şöyleydi: Fred, eğer işletmesini Süper Hırdavatçı formuna sokarsa, ortaya çıkacak ilave sermaye gereksinimi nedeniyle bu projenin, birkaç yıl boyunca ekonomik karını azaltacağını düşünüyordu.

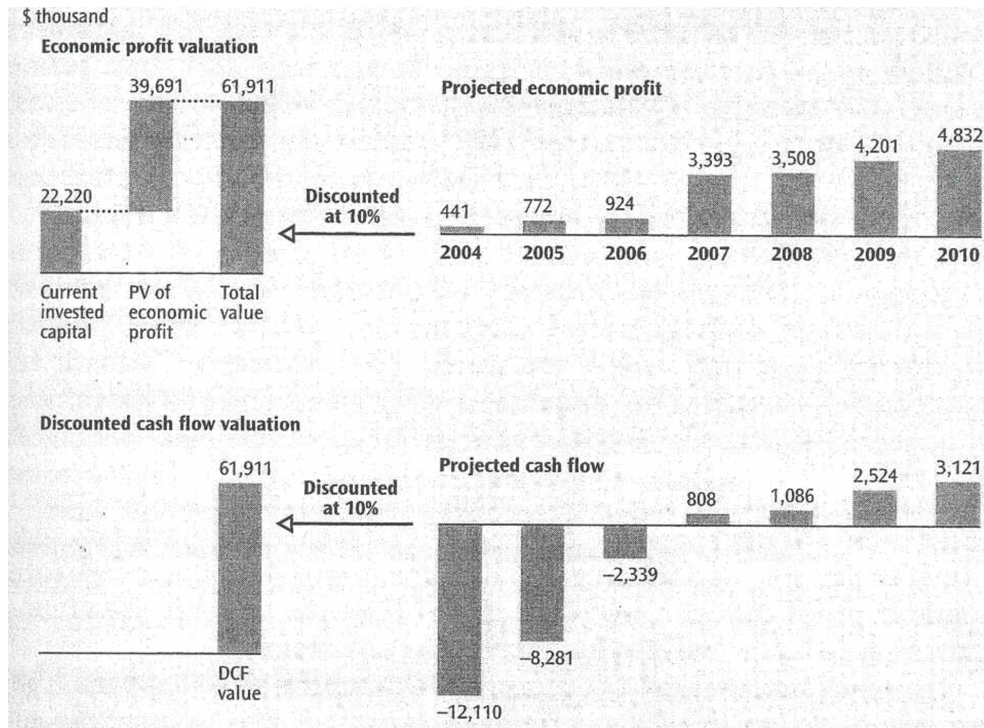


Şekil 21: Fred'in Yeni Konsepti ve Ekonomik Karı

Aslında 4 yıl sonra, Fred'in ekonomik karı yeniden büyüyecekti fakat Fred, kısa dönemdeki düşüşün, uzun dönemde artışı getireceği yönündeki ters yönlü ilişkiyi bilmiyordu. Oysa ki, Fred için sadece her dönem ekonomik karı artırmak değil birden çok yıla ilişkin sonuçları toplu bir şekilde ortaya koymak gerekiyordu artık. Yani, farklı stratejileri karşılaştırabilmek için sonuçları toplulaştırmalıydı. Bunun bir yolu indirgenmiş nakit akımları (DCF) yöntemi idi.

Yapması gereken, gelecekte elde edeceği nakit akımlarını tahmin ederek, bunları bugün için belirlenmiş olan sermaye maliyeti (faiz oranı) ile iskonto etmek idi. Fred nakit akımlarını %10 ile iskonto etti. Firmanın genişleme öncesi halinin DCF ile belirlenen değerini 53 milyon dolar, projenin gerçekleştirilmesi durumundaki değerini ise 62 milyon dolar olarak belirledi.

Fred şaşırdı: Niye DCF ile ekonomik kar aynı şey değildi? Aslında bu ikisinin ulaştığı sonuç farklı değildir. Sadece iskonto ettikleri değerler farklıdır. Projeden yıllar itibariyle sağlanacak ekonomik karlarının iskonto edilmesi ile nakit akımlarının iskonto edilmesi sonucunda ulaşılacak değer aynıdır.



Şekil 22: DCF ile Ekonomik Kar Arasındaki Değer Bağıntısı

Şekil 22'de, bugün yatırılan sermayeye, elde edilecek ekonomik kazançların bugünkü sermaye maliyeti ile iskonto edilen bugünkü değerini eklediğimizde, firmanın toplam değeri 61,9 milyon dolar olmaktadır. Firmanın nakit girişlerinin ve çıkışlarının bugünkü değerleri toplamı da bundan farklı olmamıştır.

3. Fred Halka Açılıyor

Fred, Süper Hırdavatçı projesinin başarısının ardından, daha birçok yeni mağaza kurmak istedi. Ancak bunun için daha fazla sermayeye ihtiyacı bulunmaktaydı. Bunun için de çalışanlarını işletmeye ortak etme düşüncesi içindeydi. Bunun işletmesini halka açık hale getireceğini düşünüyordu.

Fred, finansal piyasalar ile reel piyasalar arasındaki farkı bilmiyordu ve öğrendi. Bir piyasada iyi bir performans göstermiş olmanın, diğeri için de aynı anlama gelemeyebileceğini gördü.

Bu noktadan sonra, reel piyasa üzerinde konuşmaya başladık. Acaba yapacağı yatırım ile ne kadar kar ve nakit akımı elde etmek istiyordu? Ekonomik karını mı yoksa nakit akımlarını mı maksimize edecekti? Reel piyasa açısından cevap oldukça basittir. Nakit akımlarının ya da ekonomik karlarının bugünkü değerini maksimize edecek stratejiyi seçmeliydi.

Bir firma finansal piyasaya girdiğinde, reel piyasa kuralları temelde değişmemekte, fakat hayat daha komplike bir hale gelmektedir. Çünkü artık, yönetimin yatırımcı ve analistler ile de eş zamanlı olarak ilgilenmesi gerekmektedir.

Bir firmanın halka açılması, hisse senetlerinin, bu hisselerin alım satımını yapmak isteyenlerce, organize piyasa koşulları altında, alınıp satılabilir hale gelmesi şeklinde tanımlanabilir. Yatırımcılar ile spekülatörler arasındaki ticaret bu hisse senetleri için bir piyasa fiyatı ortaya koymakta ve her bir yatırımcı kendisi için, gerçek piyasa değerini belirlemektedir. Hisse senedinin fiyatı, yatırımcının belirlediği fiyatın altına ya da üstüne çıktığında alım ya da satım gerçekleşmektedir.

Yatırımcının belirlediği değer, hisse senedinin, firmanın gelecekte sağlayabileceği nakit akımlarına dayalı olarak belirlenen değeridir. Anlamı;

yatırımcıların, firmanın gelecekte elde etmesini beklediği başarı performansı için ödediği değerdir. Firmanın geçmişte yaptıklarının ve firmanın sahip olduğu varlıkların maliyetinin bu değerde herhangi bir payı yoktur.

Peki, Fred bu değeri nasıl belirleyecekti? Fred, öncelikle firmasının gelecekteki performansını tahmin etmeli ve gelecekte beklediği nakit akımlarını bugüne iskonto etmeliydi. Bunu yaptığında hisse senedinin 20 dolar olması gerektiğini belirledi. Oysaki yatırılan sermayenin karşılığında, her bir hisse senedinin 7 dolar olması gerekiyordu. Yani aradaki 13 dolar, hisse senedi ihraç pirimi idi. Bunun ardından Fred'in sorusu şu oldu: "Eğer yatırımcılar 13 dolar fazladan ödeyerek bu hisseleri satın alırsa, onlar ne kazanacak?" Yatırımcılar belki kazanacak, belki de kazanamayacaktı. Eğer gerçekten firmanın performansı, onların beklendiği gibi olursa, kazanacak, olmazsa kaybedeceklerdi.

Eğer firmanın performansı, beklenildiği gibi gelişirse, hisse senetlerinin beş yıl içindeki değeri 32 dolara yükselecekti. Bunun için firmanın performansı ve beklentiler değişmemeli ve yatırımcıların alternatif yatırımlardan %10 beklentisi devam etmeliydi. Temettü ödenmediği varsayımı altında, bugün hisselerini 20 dolara satın alan yatırımcı beş yıl içinde 32 dolara satabilir hale geleceğinden, gelecekteki nakit akımları bugüne iskonto edildiğinde, yatırımcının yıllık %10 getiri elde edebileceği görülmekteydi. Burada ilginç olan şudur; yatırımcılar için alternatif yatırımların fırsat maliyeti değişmedikçe, firmanın beklenen performansı sonucunda yatırımcının elde edeceği getiri, alternatif yatırımlarının getirisine eşit olacaktır.

Eğer, firmanın performansı, beklenenden daha iyi olursa yatırımcı da daha çok kazanacak, beklenenden kötü olursa yatırımcı da bundan olumsuz etkilenecektir. Fred gördü ki, yatırımcıların elde edecekleri getiriyi belirleyen, firmanın performansı değil, onların firmanın gelecekteki performansına dair beklentisiydi. Dolayısıyla Fred'in yapması gereken, firmasının reel piyasadaki performansı ile finansal piyasadaki performansını aynı anda idare etmekti.

Bir firma, reel piyasada, sermaye maliyetinin daha üzerinde getiriler elde edebilir ancak, eğer bu durum daha öncesinde yatırımcıların beklentilerine yansımamışsa, yatırımcılar hayal kırıklığına uğrar. Bu nedenle yöneticilerin asıl

amacı, hisse senedinin yatırımcılar için gerçek değerini maksimize etmek ve finansal piyasadaki beklentilere uygun bir şekilde yönetmektir.

Piyasanın beklentilerini yönetmek uzmanlık isteyen bir iştir. Beklentilerin yüksek olması da düşük olması da iyi değildir. Eğer firma beklentileri karşılayamaz ise, sadece hisse fiyatları düşmekle kalmaz, firmanın yeniden itibar kazanması yıllar alabilir. Öte yandan piyasanın beklentisi çok düşük olursa, hisse senedi fiyatları oldukça düşük demektir ve firmanın kötü niyetli yatırımcılar tarafından ele geçirilmesi tehdidi altında bulunduğu ifade edilebilir.

Sonuç olarak Fred, halka açılmaya karar verdi.

Fred'in hırdavatçısının hızlı ve düzenli bir şekilde büyüyeceği yönündeki beklentiler, hisselerinin piyasada iyi bir performans göstermesini sağladı. Fred artık daha da büyüyebileceğinden emindi ve yeni konseptlerle işi genişletmeye karar verdi. Ancak işlerin büyümesinin ardından, bu kadar işi nasıl kontrol ve yönetim altında tutacaktı? Bu amaçla çeşitli yıllık hedefler koydu, kendisine bu konuda yardımcı olabilecek çalışanlar görevlendirdi.

4. Fred'in Hikayesinden Çıkarılacak Dersler

Fred'in hikayesinden çıkarılacak sonuçlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- **i.** Reel piyasada değer yaratabilmek için, yatırılan sermayenin getirisinin, sermayenin alternatif maliyetinden daha büyük olması gerekmektedir.
- **ii.** Sermaye maliyetinin ne kadar üzerinde getiri sağlanırsa, o kadar değer yaratılmış olur.
- **iii.** Beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini ya da ekonomik kazançların bugünkü değerini maksimize etme yönünde, stratejinin ne olacağına karar verilmelidir.
- **iv.** Hisse senedi piyasasında işlem gören hisselerin değeri, firmanın gelecekteki performansına dair piyasadaki beklenti ile ilişkilidir.
- **v.** İhraç fiyatının belirlenmesinin ardından, yatırımcıların getiri elde edebilmesi için, firmanın gelecekte beklenen performansının, gerçekleşen performansı arasındaki uyum önemlidir. Eğer beklenen

%25 kazandıracağı iken, firma %20 kazandırırsa bu durumda, her ne kadar işletme sermaye maliyetinin daha üzerinde kazanç elde etse dahi hisse senedi fiyatında düşme kaçınılmaz olur.

B. DEĞER YARATMA HİKÂYESİNİN FORMÜLASYONU

Fred'in hikâyesi değer yaratmanın temellerini ortaya koyan bir hikayedir. Özellikle üzerinde durulması gereken ise DCF yaklaşımıdır.

1. DCF'nin Arkasındaki Sezgiler

DCF'ye ilişkin basit bir örnek aşağıdaki gibidir.

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
A İşletmesi	100,00 TL	105,00 TL	110,30 TL	115,80 TL	121,60 TL
B İşletmesi	100,00 TL	105,00 TL	110,30 TL	115,80 TL	121,60 TL

İki işletme, A ve B, ikisinin de yıllar itibariyle kazançları aynı iken hangi işletmeye daha fazla ödersiniz? Burada sadece kazançlarla hareket etmek yanlıştır. Firmaların nakit akımlarına bakılmalıdır.

A İşletmesi

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Kazanç	100,00 TL	105,00 TL	110,30 TL	115,80 TL	121,60 TL
Net Yatırım	25,00 TL	26,20 TL	27,60 TL	29,00 TL	30,40 TL
Nakit Akımı	75,00 TL	78,80 TL	82,70 TL	86,80 TL	91,20 TL

B İşletmesi

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Kazanç	100,00 TL	105,00 TL	110,30 TL	115,80 TL	121,60 TL
Net Yatırım	50,00 TL	52,50 TL	55,10 TL	57,90 TL	60,80 TL
Nakit Akımı	50,00 TL	52,50 TL	55,20 TL	57,90 TL	60,80 TL

Nakit akımları da dikkate alındığında, birçok kişi A İşletmesi'ni seçecektir. Çünkü A işletmesinin nakit akımları daha yüksektir. Ancak bunu ifade edebilmek için bu iki firmanın aynı risk sınıfında olmaları gerekmektedir. Çünkü her ikisi için de aynı iskonto oranı kullanılarak nakit akımları iskonto edilecektir.

Her iki firmanın da nakit akımlarının %5 büyüdüğü ve AOSM'nin %10 kabul edildiği bu örnekte, firmaların serbest nakit akımları aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$D = \frac{(CF)_{t=1}}{(WACC - g)}$$

D : Firmanın değeri,

CF : Nakit Akımı

t : Dönem

WACC : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

g : Büyüme oranı

Bu formülün kullanılabilmesi için, nakit akımlarının sonsuza kadar her yıl sabit oranda büyümesi gerekmektedir. Bu formül yardımıyla A İşletmesi'nin değeri 1.500 TL, B İşletmesi'nin değeri ise 1.000 TL olarak belirlenir.

A İşletmesi birinci yıldaki cari kazancının 15 katı kadar değerli iken, B İşletmesi 10 katı kadar bir değere sahiptir. Bu değerlere firmaların kazanç katsayıları denilmektedir. Görüldüğü gibi her şey aynı iken nakit akımlarındaki farklılığın firmaların değerlerine etkisi bulunmaktadır.

Bu örnek kazanç katsayıları yöntemine ilişkin temel bir probleme de işaret etmektedir. Eğer firmaya ilişkin sonraki yıllardaki nakit akımları tahmin edilemese bile bu yöntem ile firmanın değerini belirlemek mümkündür. Ama bu şekilde belirlenecek bir değer, esasen abartılı bir değer olmaktadır.

Bu nedenle kazanç katsayıları yöntemi yerine DCF yöntemi kullanılır. DCF yöntemi, farklı sermaye harcamaları ve nakit akımlarına sahip firmaların değerlerini belirlemek amacıyla kullanılabilen daha makul bir yöntemdir.

2. Nakit Akımı ve Değer

Kısa dönem nakit akımları iyi bir performans ölçütü değildir. Bir yılın nakit akımının ise hiçbir anlamı yoktur ve manipülasyona açıktır. Yani bir firma sermaye harcamalarını erteleyerek ya da reklam ve araştırmaları keserek, kısa dönem nakit akımlarını artırabilir. Buna karşın, büyük negatif nakit akımları, bir işletme için kötü bir şey değildir, eğer işletme yapmış olduğu yatırımdan daha büyük nakit girişleri sağlayabilecek ise.

Nakit akımları ve değeri etkileyen temel belirleyiciler; firmanın gelirinde ya da karındaki büyüme ve ROIC'tir. Eğer bir firmanın yatırdığı her bir liradan elde ettiği getiri, bir başka firmadan daha yüksek ise; bu firma daha değerlidir. Benzer şekilde, aynı ROIC'e sahip iki firmadan, diğerine göre daha hızlı büyüyen bir firma, daha değerli olmaktadır.

ROIC ile büyüme ve serbest nakit akımları arasındaki ilişki, A ve B İşletmesi örnekleri ile ele alınabilir. Birinci yılda A İşletmesi'nin kazancı 100 TL, net yatırım ise 25 TL idi. Dolayısıyla nakit akımı da 75 TL olarak belirlenmişti.

A İşletmesi	
	2001
Kazanç	100,00 TL
Net Yatırım	25,00 TL
Nakit Akımı	75,00 TL

A İşletmesi, her yıl kazancının % 25'ini yeniden yatırmak zorunda iken, A İşletmesi'nin 2001 yılında, karını artırmak üzere 25 TL yatırım yaptığı bu örnekte, ikinci yılın kazancı 105 lira olacaktır. İkinci yıldaki ilave kazanç birinci yıldaki net yatırımın %20'si kadar (25 TL x 0,20 = 5 TL) olmaktadır (birinci yılın kazancı olan 100 liranın değişmeyeceğini varsayıyoruz.). Eğer firma bu şekilde elde ettiği kazançları hep aynı oranda (%20) yeniden yatırırsa aşağıdaki gibi bir nakit akımı tablosu çıkması mümkün olur.

A İşletmesi					
	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Kazanç	100,00 TL	105,00 TL	110,30 TL	115,80 TL	121,60 TL
Net Yatırım	25,00 TL	26,20 TL	27,60 TL	29,00 TL	30,40 TL
Nakit Akımı	75,00 TL	78,80 TL	82,70 TL	86,80 TL	91,20 TL

A İşletmesi'nin kazancı ve nakit akımı her yıl %5 oranında büyümektedir ve firma elde ettiği kazancının %25'ini yeniden yatırmaktadır. Buna göre bir firmanın büyüme oranı aşağıdaki gibi belirlenebilir.

Büyüme Oranı = Yeni yatırılan sermayenin getirisi x Yatırım Oranı

A İşletmesi örneğinde;

Büyüme Oranı = 0,20 x 0,25 = 0,05 = %5

B İşletmesi ise, her yıl kazancının %50'sini yatırmak zorunda idi. B İşletmesi'nin ROIC'i %10 olup, bu işletmenin ikinci yılda karını ancak 5 lira artırabilmesi mümkündür.

B İşletmesi	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Kazanç	100,00 TL	105,00 TL	110,30 TL	115,80 TL	121,60 TL
Net Yatırım	50,00 TL	52,50 TL	55,10 TL	57,90 TL	60,80 TL
Nakit Akımı	50,00 TL	52,50 TL	55,20 TL	57,90 TL	60,80 TL

O halde özetlersek; aynı büyüme oranına sahip iki işletmeden ROIC'i büyük olan firmanın değeri, düşük olandan daha fazla olmaktadır. Çünkü bu işletmenin nakit akımları da daha büyük olmaktadır.

	Değeri	***ROIC*** [10]	***Nakit Akımı***
A İşletmesi	1.500	20	414,5
B İşletmesi	1.000	10	276,4

Eğer A İşletmesi, %5 yerine %8 büyümek isterse, bu durumda her yıl kazancının %40'ını yatırması gerekecektir. Bu durumda A İşletmesi'nin nakit akımları aşağıdaki gibi değişecektir.

A İşletmesi	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Kazanç	100,00 TL	108,00 TL	116,64 TL	125,97 TL	136,05 TL
Net Yatırım	40,00 TL	43,20 TL	46,66 TL	50,39 TL	54,42 TL
Nakit Akımı	60,00 TL	64,80 TL	69,98 TL	75,58 TL	81,63 TL

Bu durumda firmanın nakit akımlarında düşme görülür.

[10] (İkinci yılın kazancı – Birinci yılın kazancı)/Net Yatırım

A İşletmesi	*ROIC*	*Nakit Akımı*
Yatırım Oranı %25 iken	20	414,5
Yatırım Oranı %40 iken	20	352,0

İki senaryo karşılaştırıldığında acaba hangisi firmanın değerini daha fazla artıracaktır? Aşağıdaki şekilde bu durum ele alınmaktadır.

5 percent growth rate

	Year 1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Earnings	100	105	110	116	122	128	134	141	148	155	163	171
Net investment	25	26	28	29	30	32	34	35	37	39	41	43
Cash flow	**75**	**79**	**83**	**87**	**91**	**96**	**101**	**106**	**111**	**116**	**122**	**128**

8 percent growth rate

	Year 1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Earnings	100	108	117	126	136	147	159	171	185	200	216	233
Net investment	40	43	47	50	54	59	63	69	74	80	86	93
Cash flow	**60**	**65**	**70**	**76**	**82**	**88**	**95**	**103**	**111**	**120**	**130**	**140**

Şekil 23: Farklı Büyüme Oranlarında Nakit Akımları

Görüldüğü gibi, yeni yatırımda kullanılacak sermayenin getiri oranı (ROIC), nakit akımlarını iskonto etmek için kullanılan sermaye maliyetinden yüksek olduğu sürece, daha yüksek büyüme daha yüksek değer sağlayacaktır. Bu iki senaryonun sonuçları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

A İşletmesi	Yatırım Oranı	Sermaye Maliyeti	Büyüme Oranı	Nakit Akımları Toplamı	Değer
1. Senaryo	0,25	0,1	0,5	414,5	1.500
2. Senaryo	0,40	0,1	0,8	352,0	3.000[11]

2. senaryoda her ne kadar nakit akımları azalmış dahi olsa, değer daha büyüktür. Yatırımcılar ilk yıllarda düşük nakit akımlarını, sonraki yıllarda telafi edebilecekse buna razı olurlar.

[11] Kitaptan aldım. (?)

Aşağıdaki şekilde, hipotetik bir firma örneğinden hareketle, farklı büyüme oranlarında ve ROIC değerlerinde değerin nasıl değiştiği ele alınmaktadır.

$ million

		ROIC (percent)				
		7.5	10.0	12.5	15.0	20.0
Earnings growth rate (percent)	3	887	1,000	1,058	1,113	1,170
	6	708	1,000	1,117	1,295	1,442
	9	410	1,000	1,354	1,591	1,886

Value destruction ⟵ Value neutral ⟶ Value creation

[1]Assumes starting NOPLAT = 100, WACC = 10 percent, and a 25-year horizon after which ROIC = WACC.

Şekil 24: ROIC ve Büyüme Oranının Değer Üzerindeki Etkisi

Sermaye maliyetinin % 10 olarak varsayıldığı bu örnekte, büyüme ve getiri oranının farklı kombinasyonları ile farklı değerler belirlenmiştir. Buna göre;

- ROIC oranının, sermaye maliyeti oranına eşit olduğu noktada büyüme oranındaki değişimlerin firmanın değeri üzerinde etkisi olmaz.
- Herhangi bir büyüme oranında, ROIC oranı arttıkça, firmanın değeri artar.
- ROIC oranının sermaye maliyeti oranından daha yüksek olduğu kısımda, ki bu bölge değer yaratan bölge olarak ifade edilir, aynı ROIC düzeyinde büyüme oranının artması firmanın değerini artırmaktadır.
- ROIC oranının sermaye maliyeti oranından daha küçük olduğu kısımda, ki bu bölge değer kaybettiren bölge olarak ifade edilir, aynı ROIC düzeyinde büyüme oranının artması firmanın değerini daha da düşürmektedir.

ROIC ve büyüme oranı, nakit akımları ve değer üzerinde etkilidir. Bu noktadan hareketle bir formül geliştirmek mümkündür, ancak bunun için öncelikle, aşağıdaki terimleri tanımlamak gerekmektedir.

- NOPLAT (Net Operating Profits Less Adjusted Taxes); Net faaliyet karından düzeltilmiş vergilerin[12] çıkarılmasıdır.

[12] Sanırım ertelenmiş vergi varlığı ya da yükümlülüklerinin dikkate alınması ile belirlenen vergi; düzeltilmiş vergi olarak isimlendiriliyor. (?)

- Yatırılan Sermaye; firmanın çalışma sermayesinin yanı sıra, sabit yatırımlarını da dahil olduğu ve temel faaliyetlerinin yerine getirilmesi için kullanılan sermaye.

- Net Yatırım; Yatırılan sermayedeki yıllık artış tutarıdır.

- FCF (Free Cash Flow); Serbest Nakit Akımı. Anlamı, firmanın bir dönemin sonunda elde ettiği düzeltilmiş vergi sonrası karından net yatırım tutarı çıkarıldıktan sonra kalan nakit akımıdır.

FCF = NOPLAT – Net Yatırım

- ROIC (Return On Investment Capital); Yatırılan Sermayenin Getiri Oranı. Anlamı, yatırılan her bir liralık sermaye başına elde edilen net getiridir.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\textit{YATIRILAN SERMAYE}}$$

- IR (Investment Rate); Yatırım oranı. Firmanın, bir dönemin sonunda elde ettiği düzeltilmiş vergi sonrası karının kaçta kaçının yatırım için kullanıldığını gösterir.

$$\text{IR} = \frac{\textit{NET YATIRIM}}{\text{NOPLAT}}$$

- WACC (Weighted Avarege Cost of Capital); Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

- g (Growht); Büyüme Oranı. Bir firmanın NOPLAT'ında ya da nakit akımlarındaki yıllık büyümenin oranıdır.

Bir firmanın gelirlerinde ve NOPLAT'ında sabit bir büyüme olduğunu ve bu firmanın NOPLAT'ından her yıl aynı oranda yatırım yaptığını varsayalım. Her yıl

NOPLAT'tan aynı oranda yatırım yapması, firmanın her yıl nakit akımlarının da aynı oranda büyüyeceği anlamına gelmektedir. Bu durumda bir firmanın değeri aşağıdaki gibi belirlenebilecektir.

$$\text{Firmanın Değeri} = \frac{FCF_{t=1}}{WACC - g}$$

$$\begin{aligned} FCF &= NOPLAT - \underbrace{\text{Net Yatırım}} \\ &= NOPLAT - (NOPLAT \times IR) \end{aligned}$$

$$\boxed{FCF = NOPLAT \times (1 - IR)}$$

$$g = \text{Yatırımdaki Büyüme} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

$$= \frac{NET\ YATIRIM}{YATIRILAN\ SERMAYE}$$

$$= \frac{NET\ YATIRIM}{YATIRILAN\ SERMAYE}\, x\, \frac{NOPLAT}{NOPLAT} = \underbrace{\frac{NOPLAT}{YATIRILAN\ SERMAYE}}_{\text{ROIC}}\, x\, \underbrace{\frac{NET\ YATIRIM}{NOPLAT}}_{\text{IR}}$$

$\boxed{g = ROIC \times IR}$ ➔ $IR = \frac{g}{ROIC}$ olur.

Serbest nakit akımı ise artık aşağıdaki gibi belirlenebilir:

$$FCF = NOPLAT\ x \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)$$

Değer formülünde yerine konulduğunda;

$$\text{Firmanın Değeri} = \frac{NOPLAT_{t=1}\ x \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

elde edilir.

A ve B İşletmesi örneğine geri dönüp, A İşletmesi'nin senaryolarını hatırlar isek,

FİRMA	**NOPLAT** $_{t=1}$	**Büyüme Oranı**	**ROIC**	**WACC**	**Değer**
B İşletmesi	100	5	10	10	1000
A İşletmesi (Senaryo 1)	100	5	20	10	1500
A İşletmesi (Senaryo 2)	100	8	20	10	3000

O halde, ekonomik değerin temel etkenleri; büyüme oranı, ROIC ve sermaye maliyetidir.

Bu model yardımıyla firmanın değerini belirlemek son derece kolaydır, ancak bu kolaylığına rağmen bu formülü pratikte kullanmak mümkün değildir. Burada, bu formülü kullanabilmek için çeşitli varsayımlardan hareket ettik. ROIC ve büyüme oranının sabit olduğunu varsaydık. Oysaki bunlar değişebilmektedir. Bu nedenle daha esnek bir modele[13] ihtiyaç vardır.

ROIC ve büyüme oranı, katsayıların temel belirleyicisi olduğu gibi, değerin belirlenmesinde de önemli faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

C. DCF EKONOMİK KARIN BUGÜNKÜ DEĞERİNE EŞİTTİR

Bir firmanın değerlemesini ekonomik karı üzerinden yapmak da mümkündür. Bu şekilde hesaplanacak sonuç, DCF ile hesaplanandan farklı olmayacaktır.

Ekonomik kar modelinde firmanın değerini belirlemek için, yatırılan sermaye ile planlanan ekonomik karın bugünkü değeri toplanır.

Firmanın Değeri = Yatırılan Sermaye + Planlanan Ekonomik Karın Bugünkü Değeri

Bu yöntemin temeli, Alfred Marshall'a kadar uzanmaktadır. Ekonomik kar modelinin özelliği, bir firmanın sadece bir yıllık performansı ile nakit akımları gerekmeksizin, değerinin belirlenebiliyor olmasıdır.

[13] Buna ilişkin değerlendirme 6. ünitede ele alınacaktır.

Ekonomik kar ise, yatırılan sermaye ile firmanın yatırdığı sermayenin getirisinin, sermayenin maliyetini aşan farkının, yani yatırım priminin çarpımıdır.

Ekonomik Kar = Yatırılan Sermaye x (ROIC – WACC)